

Irina Chaimowa

Matr. Nr.: 22337

Behavioral Finance

- *Psychologische Aspekte des Anlegerverhaltens*

eingereicht als

BACHELORARBEIT

an der

Hochschule Mittweida Rosswein (FH)

University of Applied Science

IRINA CHAIMOWA

Wien, 15.Mai 2010

Inhaltsverzeichnis

I	Zusammenfassung (Abstract)	4
II	Abbildungsverzeichnis	4
III	Abkürzungsverzeichnis	5
1	Einleitung	5
1.1	Begriffsbestimmung Behavioral Finance	7
1.1.1	Geschichte der Behavioral Finance	8
1.1.2	Beispiel für die Entscheidungsfindung	9
1.2	Forschungs- und Anwendungsgebiete	11
1.2.1	Forschungsdisziplinen	11
1.2.2	Untersuchte Marktphänomene	12
1.2.3	Anwendungsgebiete	13
1.3	Ziele der Arbeit	14
1.3.1	Ziele	15
1.3.2	Nicht-Ziele	15
1.4	Methodik und Aufbau	15
2	Psychologische Grundlagen des Anlegerverhaltens	17
2.1	Überzeugungen, Einstellungen und Präferenzen	17
2.2	Gefühle und Stimmungen	18
2.2.1	Stress	19
2.2.2	Angst	20
2.2.3	Kognitive Dissonanz	21
2.2.4	Massenpsychologische Effekte	23
2.3	Motive von Anlegern	23
2.4	Psychologische Aspekte der Entscheidungstheorie	25
2.4.1	Präskriptive Entscheidungstheorie	25
2.4.2	Deskriptive Entscheidungstheorie	25
2.5	Psychologische Ansätze zur Erklärung von Entscheidungsverhalten	26
2.5.1	Relevante psychologische Disziplinen	26
2.5.2	Theorien der Präferenzbildung	27
2.6	Ziele und Strategien von Anlegern	30
2.6.1	Die rationale Entscheidung	30
2.6.2	Grenzen der rationalen Entscheidung	30
2.6.3	Methodische Beurteilung der Situation	31

2.6.4	Ergebnisse experimenteller Untersuchungen	32
2.7	Typologien von Anlegern	33
2.7.1	Psychologische Typologie	34
2.7.2	Strategieorientierte Typologie	37
3	Nutzen der Erkenntnisse des Behavioral Finance für den Anleger	39
3.1	Erkennung der psychologischen Aspekte des eigenen Verhaltens	39
3.1.1	Bewusste Wahrnehmung der Einstellungen	39
3.1.2	Neutralisierung eigener Emotionen	40
3.1.3	Umgang mit Suchtverhalten	41
3.1.4	Ansätze aus geschlechtsspezifischen Unterschieden	41
3.1.5	Gruppenverhalten	42
3.2	Erkennung der Chancen durch das Verhalten des Marktes	43
3.2.1	Marken- und Namenseffekte	43
3.2.2	Saisonale Effekte und Wirtschaftszyklen	45
3.2.3	Privatanleger und institutionelle Anleger	45
4	Fallstudien auf Basis psychologischer Anlegertypologien	49
4.1	Interview mit dem intuitiven Anleger E.L.	49
4.2	Interview mit dem rationalen Anleger M.S.	51
4.3	Interview mit der emotionalen Anlegerin B.C.	54
5	Diskussion und Ausblick	57
5.1	Kritische Betrachtung der Behavioral Finance Theorie	57
5.2	Bedeutung der Theorie für unterschiedliche Bezugsgruppen	57
5.3	Kritische Betrachtung der Fallstudien	58
5.4	Zielerreichung der Arbeit	59
5.5	Ausblick	59
IV	Literaturverzeichnis	60
Sachbücher		60
Internetquellen		62
V	Erklärung	64

I Zusammenfassung (Abstract)

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit Behavioral Finance als einer Theorie zur Erweiterung der klassischen Finanzmarkttheorie. Vorrangiges Ziel der Arbeit ist die Erkenntnisgewinnung für das Verhalten von Anlegern. Auf Basis psychologischer Grundlagen werden verschiedenen Anlegertypologien und einzelne Nutzenaspekte der Behavioral Finance für verschiedene Anlegergruppen diskutiert. Dabei wird einerseits die Erkennung persönlicher, das rationale Urteil beeinflussender psychologischer Prozesse und andererseits die Wahrnehmung psychologisch intendierter Marktreaktionen betrachtet. Eine Fallstudie mit je einem Vertreter von drei häufig diskutierten Anlegertypologien (intuitiv, rational und emotional) zeigt exemplarisch deren Bewertungs- und Entscheidungsverhalten auf. Die Erkenntnisse der Arbeit werden einer kritischen Reflexion hinsichtlich ihrer gesellschaftlichen Relevanz unterzogen.

II Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Aktionäre und Logik	S. 11
Abb. 2: Angst und Börse	S. 21
Abb. 3: Informationsbeschaffungs-Verhalten	S. 22
Abb. 4: Ehrlichkeit an der Börse	S. 24
Abb. 5: Psychologische Anlegertypen	S. 36
Abb. 6: Verhalten von Kleinanlegern	S. 40
Abb. 7: Festhalten an fallenden Werten	S. 46

III Abkürzungsverzeichnis

IFRS	International Financial Reporting Standards sind internationale Rechnungslegungsvorschriften für Unternehmen
IPO	Initial Public Offering, erstmaliges öffentliches Anbieten von Aktien an der Börse
Kest	Kapitalertragssteuer
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis

Gender Aspekte

Aufgrund der leichteren Lesbarkeit wurden, wo immer es möglich war, geschlechtsneutrale Formulierungen gewählt. Übrige, männliche Formulierungen gelten grundsätzlich für beide Geschlechter.

1 Einleitung

„Ich kann zwar die Bahn der Gestirne auf Zentimeter und Sekunden berechnen, aber nicht, wohin eine verrückte Menge einen Börsenkurs treibt.“

Isaac Newton¹

Was der berühmte Physiker schon 1720 über das Verhalten der Anleger sagte, hat heute ebensolche Brisanz. Anleger halten verzweifelt an Verliereraktien fest und verkaufen hektisch Gewinnerpapiere, Gier und Angst prägen den Alltag an den Börsen². Besonders die gewaltigen Spekulationsblasen des Jahres 2008 und die folgende Weltwirtschaftskrise zeigten, dass rein rationale Modelle des menschlichen Verhaltens, wie sie den klassischen Wirtschaftstheorien zugrunde liegen nicht imstande sind, die Mechanismen an den Börsen hinreichend zu erklären³.

Welche psychologischen Ansätze können als Grundlage für eine Erklärung dieser Effekte herangezogen werden? Was bewirken sie auf Ebene des Individuums und aus Sicht des Marktverhaltens? Welche Erkenntnisse können Anleger daraus ziehen? Diese Fragen und grundlegenden Motive ziehen sich als durch diese Arbeit:

Nach einer Definition des Begriffes und einem kurzen Überblick über die historische Entwicklung der Behavioral Finance und seiner heutigen Forschungsdisziplinen folgt eine Darstellung Forschungsfragen bzw. Ziele der Arbeit und der methodischen Vorgangsweise. Der Abschnitt *Psychologische Grundlagen* befasst sich mit allen relevanten psychischen Prozessen und Motive, die das vernunftgesteuerte Verhalten von Anlegern und letztlich des gesamten Marktes beeinträchtigen. Die ursprünglich dem Verhalten zugrunde gelegten Theorien wie die neoklassische Finanzmarkttheorie und die Entscheidungstheorie werden dabei kritisch hinterfragt und um die Erkenntnisse der Behavioral Finance erweitert.

¹ Welt online, http://www.welt.de/weltklasse/deutsche_bank/chancen_nutzen/article4766891/Vorsicht-Falle-Anlagefehler-vermeiden.html (03.02.2010)

² Vgl. Schriek, 2009, S. 15

³ Vgl. Fenzl, 2009, S. IX

Auf die Beschreibung von Anleger-Typologien folgen Ausführungen über konkrete Anwendungen der Behavioral Finance – einerseits im Erkennen und Kontrollieren der eigenen Emotionen, andererseits im Erkennen von psychologisch gesteuerten Marktreaktionen.

Eine Befragung von drei typischen Anlegern gibt einen Überblick über die Einschätzung der eigenen Emotionalität und verschiedene Strategien im Umgang mit diesen – wenn sie überhaupt bewusst sind.

Abschließend werden die Ergebnisse der Arbeit einer kritischen Bewertung hinsichtlich ihrer Zielerreichung und Relevanz unterzogen.

Die vereinzelt, zu den Themen dargestellten Cartoons spiegeln sehr anschaulich die breite gesellschaftliche Präsenz der diskutierten Themen wie etwa dem persönlichen Umgang mit den Emotionen bei Finanzgeschäften.

1.1 Begriffsbestimmung Behavioral Finance

Zum Zeitpunkt der Erstellung der vorliegenden Arbeit findet sich im Duden⁴ noch keine Erklärung dieses Begriffes – wohl ein Zeichen, dass es sich bei Behavioral Finance noch um eine junge Disziplin handelt. Eine einfache Definition bietet Hersh Shefrin mit dem Satz: „Diese wissenschaftliche Forschungsrichtung fragt nach dem Einfluss der Psychologie auf das Verhalten von Finanzexperten.“ Wie in Folge – etwa bei der Typisierung von Anlegern – aber noch gezeigt wird, wird der Begriff vielfach auch für das Verhalten von laienhaften Anlegern verwendet. So reicht die Beschreibung des deutschen Handelsblattes aus dem Jahr 1999 etwas weiter: "Die Behavioral-Finance-Theoretiker greifen neue Erkenntnisse aus der Psychologie auf, um das Anlegerverhalten und andere Phänomene in den Kapitalmärkten zu erklären. Die Behavioral-Finance-Theorie gehört zu den modernen Teilbereichen der Finanzwirtschaft."⁵

⁴ Vgl. Duden online,

<http://www.duden.de/suche/index.php?suchwort=Behavioral+Finance&suchbereich=mixed&btnSearch.x=0&btnSearch.y=0> (12.2.2010)

⁵ Vgl. Handelsblatt vom 3.2.99, zit. n.: http://www.behavioral-finance.de/files/behavioral-finance-group_band00.pdf (13.2.2010)

Diese Definition impliziert, dass Behavioral Finance nicht als Gegensatz zur modernen Finanzierungstheorie gesehen werden muss. Sie hat sich zum Ziel gesetzt, diese Theorie zu erweitern. Sie geht davon aus, dass einige Annahmen der modernen Theorie nicht korrekt sind, ihre Vorhersagen können im Widerspruch zur Realität der Finanzmärkte stehen. Richard Thaler, Professor an der University of Chicago und Mitbegründer des Behavioral Finance, charakterisiert Behavioral Finance daher auch als *open minded finance*. So ist Behavioral Finance als Weiterentwicklung der modernen Finanzierungstheorie zu sehen.⁶

Einen interessanten Aspekt greift Rainer Götter⁷ bei seiner Definition heraus: „Sie beschäftigt sich einerseits mit individuellen Verhaltensmustern und insbesondere mit Verhaltensanomalien, die im Anlageverhalten häufig beobachtet werden können.“

Man scheint also davon ausgehen zu müssen, dass der Mensch sich auch bei sehr rationalen Dingen wie des Anlegerverhaltens keineswegs völlig rational im Sinne des *homo oeconomicus*⁸ verhält.

1.1.1 Geschichte der Behavioral Finance

Einer der ersten, der sich wissenschaftlich mit den psychologischen Beweggründen der Finanzwelt auseinandersetzten war der Herausgeber Philip Cooley. In seiner 1977 im *Journal of Finance* veröffentlichten Arbeit untersuchte er das Risikoverhalten von Portfolio-Managern. So waren es auch zunächst fast ausschließlich wissenschaftliche Zeitschriften, die sich mit Behavioral Finance beschäftigten. Das erste Buch erschien 1993 vom Wirtschaftswissenschaftler Richard Thaler, der einige

⁶ Vgl. Behavioral Finance Portal, http://www.behavioral-finance.de/files/behavioral-finance-group_band00.pdf (13.2.2010)

⁷ Vgl. Götter,

⁸ Def.: „Modell eines ausschließlich „wirtschaftlich“ denkenden Menschen, das den Analysen der klassischen und neoklassischen Wirtschaftstheorie zugrunde liegt. Hauptmerkmal des Homo oeconomicus ist seine Fähigkeit zu uneingeschränktem rationalen Verhalten. Handlungsbestimmend ist das Streben nach Nutzenmaximierung, das für Konsumenten – bzw. Gewinnmaximierung, das für Produzenten angenommen wird. Zusätzliche charakteristische Annahmen: Lückenlose Information über sämtliche Entscheidungsalternativen und deren Konsequenzen; vollkommene Markttransparenz.“ Gabler Wirtschaftslexikon online, <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/homo-oeconomicus.html> (17.02.2010)

dieser wissenschaftlichen Artikel veröffentlichte, die einzelne ausgewählte Aspekte beleuchteten. Eines der ersten umfassenden Werke, das auch erstmals eine Reihe von Praxisbeispielen enthielt und für eine breite Zielgruppe geeignet war, stammt vom amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler der Universität Rochester, Hersh Shefrin aus dem Jahr 2000.⁹

Zusammen mit seinem Kollegen Meir Statman wurden erstmals systematisch verhaltenswissenschaftliche Konzepte auf ungelöste Fragestellungen der Finanzwelt übertragen.¹⁰

Seither begannen viele Universitäten, sich zunehmend mit dem Thema auseinander zu setzen, wie auch die in dieser Arbeit verwendeten Diplomarbeiten und Dissertationen bezeugen.

Die Finanzmarktkrise 2008 – die größte und schwerwiegendste Krise seit 1930 – erwies sich als weit mehr als das Platzen der Immobilien-Spekulationsblase. Die dabei ablaufenden massenpsychologischen Phänomene lösten eine nie da gewesene Dynamik aus, die weit reichende Folgen für die Strukturen der Finanzwelt und die künftigen Prozesse in Wirtschaft, Politik und Gesellschaft hat.¹¹

So liegt es nahe, anzunehmen dass das Thema Behavioral Finance in Zukunft noch stärker im Fokus wissenschaftlicher Untersuchungen stehen wird.

1.1.2 Beispiel für die Entscheidungsfindung

Zum Verständnis der psychologischen Faktoren eignet sich die Betrachtung einer individuellen Fallstudie besonders gut. Die Geschichte des privaten Anlegers Schmid¹² spielt während der Aktienhausse und –baisse an der New Economy in den Jahren 1999 bis 2002. Angetrieben von den euphorischen Berichten der Medien betrat Herr Schmid das Börsenparkett – getrieben vom Zwang, schon von Anfang an zu gewinnen, wie auch seine Nachbarn, die sich von ihren Spekulationsgewinnen ein neues Auto kaufen konnten. Zuerst verfolgte er per Internet die aktuellen Börsenkurse, studierte den Wirtschaftsteil des Handelsblattes und führte Gespräche

⁹ Vgl. Shefrin, 2000, S.VII

¹⁰ Vgl. Shefrin, 2000, S.VIII

¹¹ Vgl. Fenzl, 2009, S.IX

¹² Vgl. Götte, 2006, S 23f

mit Kollegen und Freunden. Schließlich entschied er sich zum Kauf von 100 EM.TV-Aktien. Die Kurse stiegen wie erwartet, Schmid realisierte freudig den entstandenen Gewinn. Mit diesem Erfolg wuchs auch sein Mut: Mit geringerem Informationsaufwand und wenig kritischer Auseinandersetzung stieg er in das nächste Geschäft ein, das auch gut ging. Nun war Schmid fest überzeugt, einen *Riecher* für das Geschäft zu haben. Schmid wurde nun auch seinerseits als Ratgeber gefragter denn je. Er begann immer mehr, *aus dem Bauch heraus* zu handeln und immer größere Summen zu investieren – und auch das dritte Geschäft lief gut. Nun steigerte er abermals das Volumen, die Serie musste ausgenutzt werden. Das vierte Geschäft lief nicht ganz so gut, der Gewinn betrug nur etwa so viel wie beim ersten Geschäft – allerdings mit erheblich größerem Risiko. Diesen Schönheitsfehler vernachlässigte Schmid, seine Euphorie blieb bestehen und der Blick auf die Realität trübte sich zunehmend – bedrohliche Marktveränderungen blieben unbemerkt. Auf die ersten Kursverluste reagierte Schmid zunächst nicht, zu sehr vertraute er seinen eigenen Entscheidungen. Doch seit 2001 gingen die Aktien steil abwärts. Schmid konnte sich die Verluste nicht erklären – wollte diese aber auf keinen Fall realisieren – das käme ja einem Gesichtsverlust gleich. Seine Überzeugung vernebelte den Blick auf das Geschehen, bis zunehmend Angst ihn weiter lähmte. Er begann alle ungünstigen Informationen und Nachrichten zu verdrängen und die Bedeutung positiver Meldungen über zu bewerten. Als der Kurs kurz umschlug, kaufte er weitere Aktien zu, um den Einstandspreis zu verringern. Doch schon bald fielen die Aktien wieder, aus Angst wurde Panik. Der Kontakt zu Freunden und Kollegen war abgebrochen, der Ratgeberstatus dahin, er war unfähig, zu reagieren – bis er schließlich mit großen Verlusten in einer Verzweiflungstat sein Engagement glattstellte.

Dieser exemplarische Fall zeigt typische, immer wieder zu beobachtende Verhaltensmuster, die zumindest tendenziell bei allen Marktteilnehmern vorhanden sind und von psychischen Effekten beeinflusst werden.¹³

¹³ Vgl. Götte, 2006, S.25

Abb. 1: Aktionäre und Logik



Quelle: http://de.toonpool.com/cartoons/Aktionäre%20und%20Logik_2545 (13.2.2010)

1.2 Forschungs- und Anwendungsgebiete

1.2.1 Forschungsdisziplinen

Bei Behavioral Finance handelt es sich um eine äußerst interdisziplinäre Materie. So vereint beispielsweise die *Behavioral Finance Group*, eine Plattform von Forschern der Universität Mannheim¹⁴ Kompetenzen aus den Gebieten

- empirische und theoretische Finanzmarktforschung
- Entscheidungstheorie
- Bankbetriebslehre
- experimentelle Wirtschaftsforschung

¹⁴ Vgl. Weber, 2010, <http://www.behavioral-finance.de/2-0-Wir-ueber-uns.html> (15.02.2010)

- Psychologie
- Soziologie

Man müsste also, um ein vollständiges Bild der aktuellen Forschungsaktivitäten zu erhalten, all diese Disziplinen gesondert betrachten – was den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde, der Hauptfokus wird auf die Psychologie gelegt.

1.2.2 Untersuchte Marktphänomene

Ein Vortrag der Universität Göttingen aus dem Jahr 2009¹⁵ zeigt eine Reihe von wissenschaftlich gemessenen Marktphänomenen, deren systematisches Auftreten der neoklassischen Finanzmarkttheorie widerspricht:

1. Zeitliche Effekte, wie

- Kalendereffekte: Übermäßige Gewinne an der New Yorker Börse im Januar.
- Wocheneffekte: Kursanstiege an Freitagen, Kursverluste an Montagen
- Tageseffekte: Kursanstiege während der ersten und der letzten 45 Minuten des Handelstages
- Ferieneffekte: Übermäßige Kursanstiege an Tagen vor Ferienbeginn

2. Die Höhe des Handelsvolumen und der **Volatilität** (Höhe der Kursschwankungen): Diese sind systematisch zu hoch, um mit rationalen Erwägungen konsistent zu sein.

3. IPO-Anomalien (erstmals offerierte Aktien): Diese bezeichnen das Auftreten eines übermäßigen Returns für IPO-Aktien am Tag nach dem Börsengang.

4. KGV-Effekte (Kurs-Gewinn-Verhältnis): Firmen mit niedrigem KGV haben nachfolgend eine bessere Performance als Firmen mit hohem KGV (Über-

und Unterreaktion ist die allgemeinere Form dieses Effekts).

¹⁵ Vgl. Schutz-Hardt http://www.psych.uni-goettingen.de/abt/5/lehre/downloads/ws0809/ws0809/wipsyll_090114.pdf (22.02.2010)

5. Überreaktionen: Zu starke Reaktionen auf kursrelevante Neuigkeiten, so

dass es zu einer übermäßigen Preisveränderungen kommt, die zu einem späteren Zeitpunkt durch eine gegenläufige Reaktion korrigiert werden.

6. Unterreaktionen: Zu schwache Reaktionen auf kursrelevante Neuigkeiten, so

dass die Preisveränderung zunächst zu gering ausfällt und erst verspätet voll realisiert werden (anhaltender Trend).

7. Einfluss von Trendinformationen: Personen erwarten die Fortsetzung des gegenwärtigen Trends. Dieses Verhalten ist auch eine Folge des Darbietungsmodus

der Charts (Preisveränderungen). Liegt der Fokus stattdessen auf dem absoluten Preisniveau, so wird eine zumeist lohnendere *buy low, sell high* Strategie verfolgt.

8. Medieneinflüsse: Medien tendieren zu einer kohärenten Berichtserstattung, die Erklärungen für Kursveränderungen und kursrelevante Neuigkeiten liefert. Bei Unternehmen mit aufsteigenden (absteigenden) Kursen kommt es verstärkt zu positiver (negativer) Berichterstattung. Reporter tendieren dazu, Informationen zu polarisieren und zu extremisieren sowie Informationen, die nicht vertraut oder nicht erwartet sind, zu ignorieren.

1.2.3 Anwendungsgebiete

Einen guten Überblick über aktuelle Einsatzgebiete des Behavioral Finance bietet ein im Sommersemester 2010 stattfindende Lehrveranstaltung an der Universität Aachen, in der aktuelle Anwendungsgebiete diskutiert werden:¹⁶

1. Behavioral Financial Engineering: Dieser Bereich beschäftigt sich mit der Frage, auf welche verhaltenswissenschaftlichen Aspekte Anbieter von Finanzprodukten insbesondere achten müssen, damit sie ihren Kunden präferenzkonforme Produkte anbieten können, welche Anlage- und Verschuldungsmöglichkeiten die Entscheidungsträger vom Grundaufbau her wünschenswert finden und welche Faktoren bei dieser Bewertung eine Rolle spielen.

¹⁶ Vgl. Breuer, 2010, <http://www.bfw.rwth-aachen.de/kos/WNetz?art=File.show&id=1003> (15.02.2010)

2. Verhaltenswissenschaftliche Aspekte: Dieser Forschungsgegenstand fragt, welche verhaltenswissenschaftlichen Aspekte man beim Design von Finanzprodukten berücksichtigen muss und welche Bedürfnisse von Kunden durch diese Produkte befriedigt werden.

3. Dynamische Asset Allocation aus verhaltenswissenschaftlicher Sicht: Dieses Gebiet beschäftigt sich mit der Frage, wie aus der Perspektive eines Asset-Managers Portfolios von Kunden im Laufe der Zeit restrukturiert werden können. Wie sich die unterschiedlichen Investmenthorizonte bei Entscheidungen beeinflussen, wie Asset-Manager die Portfolios ihrer Kunden in den unterschiedlichen Konjunkturphasen anpassen sollten.

4. Lebenszyklusplanung: Dieser Bereich beschäftigt sich mit der Frage, welche verhaltenswissenschaftlichen Aspekte man berücksichtigen sollte, wenn man Konsum-, Spar- und Anlageentscheidungen für den gesamten Lebenshorizont plant. Wie bestimmt man die optimale Konsum- und Sparposition für einzelne Individuen, wann ist es aus der Sicht eines Investors sinnvoll, in so genannte Lebenszyklusprodukte zu investieren?

5. Kulturelle Unterschiede in verhaltenswissenschaftlichen Defekten und bankbetriebliche Implikationen: Dieser Gegenstand beschäftigt sich mit der Frage, worin sich Finanzmärkte und Finanzprodukte verschiedener Kulturgebiete unterscheiden, welche Verzerrungen die Ursache für diese Unterschiede sind und wie die Marktteilnehmer ihre Marktprognosen unter Berücksichtigung dieser Aspekte anpassen – und ob aus diesen Informationen unterschiedliche Investmentstrategien hergeleitet werden können.

1.3 Ziele der Arbeit

Aufgrund der vielen Aspekte dieses Themas in vielen wissenschaftlichen Disziplinen ist es sinnvoll, den Fokus der Betrachtung einzuschränken und auf Fragen zu lenken, die im Rahmen der Größenordnung dieser Arbeit aussagekräftig beantwortet werden können.

1.3.1 Ziele

Forschungsfragen und Ziele der Arbeit sind, zu klären:

- Welche Erkenntnisse gibt es für das Verhalten von Anlegern?
- Welchen Nutzen haben die unterschiedlichen Bezugsgruppen aus diesen Erkenntnissen?

Es wird also versucht, einen anwendungsorientierten Überblick über das Gebiet Behavioral Finance zu schaffen und aus einer psychologischen Perspektive die Bedeutung dieser jungen Disziplin für die Wirtschaft aufzuzeigen.

1.3.2 Nicht-Ziele

Nicht-Ziele dieser Arbeit sind die Betrachtung des Phänomens Behavioral Finance aus Sicht des Finanzmarktes:

- Wie wirkt sich das Verhalten der Anleger auf die Finanzmärkte aus?
- Was bedeutet das Verhalten der Anleger in Bezug auf verschiedene Anlageformen und Produkte des Finanzmarktes?

Diese Forschungsrichtung befasst sich vor allem mit den Effekten, die von der klassischen Finanzierungstheorie nicht erklärt werden können. In modelltheoretischen Rahmen wird versucht, normative Aussagen über die Entwicklung der Märkte zu treffen.¹⁷

1.4 Methodik und Aufbau

Die vorliegende Arbeit wurde basiert überwiegend auf Erkenntnissen aus der Literatur. Dazu gehören wissenschaftliche Publikationen über die Grundlagen menschlichen Entscheidungsverhaltens aus den Gebieten der Psychologie und Entscheidungstheorie, Studien über den gesamten Themenbereich Behavioral Finance und Publikationen zu Teilaspekten dieses Themas, überwiegend von Forschungseinrichtungen, die sich dem Thema Behavioral Finance gewidmet haben.

¹⁷ Vgl. Hirshleifer, 2001, zit. n. Kottke, 2005, S.2

Es wird versucht, verschiedene Erklärungsansätze aufzuzeigen, die zum Abweichen des Verhaltens im Hinblick auf die klassische Finanzmarkttheorie führen: Diese, im 19. Jahrhundert entwickelt, ging von völlig rational handelnden Individuen aus – wenn auch schon damals erkannt wurde, dass die Komplexität der Wirtschaft nicht wie beispielsweise die Mathematik nicht in überschaubaren Gesetzen abbildbar ist¹⁸.

Kapitel 2 widmet sich den relevanten psychologischen Grundlagen und stellt eine Verknüpfung zu Erkenntnissen der Behavioral Finance her. Dazu folgt auch ein kurzer Exkurs zur Entscheidungstheorie.

Um die theoretischen Erkenntnisse einer praktischen Analyse zu unterziehen, wurden 3 Anleger im Rahmen eines Leitfadeninterviews befragt. Die Ergebnisse werden anhand der erarbeiteten psychologischen Erkenntnisse diskutiert.

In einem abschließenden Kapitel werden die theoretischen und empirischen Erkenntnisse sowie deren aktuelle und zukünftige Bedeutung für die Praxis diskutiert.

¹⁸ Vgl. Rothschild, 2008, S.21f

2 Psychologische Grundlagen des Anlegerverhaltens

Der lebende menschliche Organismus befindet sich in einem Zustand ständiger Erregung und Aktivität: Auftretende chemische Instabilitäten werden fortwährend ausgeglichen.¹⁹ Am eigenen Leib kann man dies auch täglich verspüren – in Form von Angst, Trauer, Stolz über eigene Leistungen oder Liebe gegenüber anderen Menschen.²⁰ Der in diesem Zusammenhang wichtigste Aspekt ist die Bewertung der Umwelt, die von Emotionen stark gesteuert wird.²¹ Dieser Aspekt wirkt sich einerseits in langfristigen Effekten wie Überzeugungen und Einstellungen aus – kann aber auch bei akuten Entscheidungen in Form von Gefühlen oder Stimmungen zum Ergebnis maßgeblich beitragen. In Folge werden diese Begriffe näher erläutert.

2.1 Überzeugungen, Einstellungen und Präferenzen

Einstellung wird als ein seelischer Bereitschaftszustand definiert, der durch Erfahrung organisiert ist und einen Einfluss auf die Reaktion eines Individuums auf Objekte und Situationen ausübt. Nach Ströbe²² setzen sich Einstellungen aus 3 Reaktionsaspekten zusammen:

- kognitiver Aspekt: die Meinung über einen bestimmten Gegenstand
- affektiver Aspekt: die Sympathie
- konativer Aspekt: den Verhaltensabsichten

Einstellungen sind relativ stabil und können durch Veränderungen der Informationen bezüglich des Objektes bewusst verändert werden – Voraussetzung ist die Glaubwürdigkeit des Senders dieser Information (z.B. über die Performance einer Aktie). Ebenso führen kognitive Dissonanzen zu Einstellungsänderungen: Wenn beispielsweise der Anleger von der Aktie überzeugt ist und negative Informationen darüber erhält, entsteht eine solche kognitive Dissonanz. der Empfänger wird bestrebt sein, diese unangenehme Dissonanz zu verringern: Entweder, er wertet die Botschaft ab (*kennt sich nicht aus*) oder er revidiert seine Einstellung zum

¹⁹ Vgl. Krech, Crutchfield, 1973, S.113

²⁰ Vgl. Legewie; Ehlers, 1992, S.161

²¹ Vgl. Legewie; Ehlers, 1992, S.161

²² 1980, zit. n. Kirchler, 2003, S.174f

Wertpapier.²³ Die kognitiven Dissonanzen werden in diesem Kapitel noch näher erläutert.

Im Gegensatz zu Einstellungen und Überzeugungen sehr kurzfristig fallen Präferenzen aus: In Versuchen änderten die Versuchspersonen jedes Mal die Entscheidungen, wenn die Formulierung der Aufgabe verändert wurde. Erklärung dafür ist, dass Menschen grundsätzlich schlechte Statistiker sind. Sie schätzen Wahrscheinlichkeiten systematisch falsch ein. Um sich zu behelfen suchen Menschen oft nach schnell verfügbaren, ebenso unwissenschaftlichen Faustregeln: *„einer Straßenbahn oder einer Aktie darf man nie nachlaufen. Nur Geduld: Die nächste kommt mit Sicherheit.“*²⁴

2.2 Gefühle und Stimmungen

Als Stimmungen bezeichnet man weniger intensive Empfindungen als Gefühle. Sie beziehen sich nicht auf ein bestimmtes Objekt. Stimmungen und Denkprozesse stehen in einer engen Wechselbeziehung: Gedanken beeinflussen die Stimmung, die Stimmung wiederum nimmt Einfluss auf

- die Bewertung von Sachverhalten
- die Art der Problembehandlung sowie
- die Bereitschaft, sich mit bestimmten Sachverhalten zu beschäftigen.²⁵

Die Gefühlslage bzw. Stimmung von Menschen unterliegt einer schwankenden Ausprägung und ist auch von ihrerseits verschiedenen Einflüssen bestimmt: Im Augenblick, indem man sich der Ursache seiner eigenen Befindlichkeit bewusst ist, hat die Stimmung nur geringen Einfluss auf die Urteilsfindung. Stimmungen beeinflussen die Urteilsfindung überwiegend dann, wenn die Person sich der Stimmung nicht bewusst ist. Dieser Effekt tritt meist in folgender Form auf: Erst

²³ Vgl. Herle; König, 2002, <http://dk.akis.at/einstellungen.html#4.2> (11.02.2010)

²⁴ Vgl. Götte, 2006, S.27

²⁵ Vgl. Schwarz; Bohner, 1990, S.165.

später, wenn die Aufmerksamkeit nicht mehr auf der Stimmungsursache liegt, wirkt die Stimmung auf die Urteilsfindung ein.²⁶

In gedrückter Stimmung werden positive Ereignisse eher mit niedriger Wahrscheinlichkeit, negative Ereignisse dagegen mit hohen Wahrscheinlichkeiten bewertet. Optimistische, glücklich gestimmte Menschen verhalten sich umgekehrt – und sie lassen sich leichter beeinflussen. Positive Stimmung fördert das Anwenden von Faustregeln und unsicheren Strategien zur Problemlösung. Heuristiken (wie in dieser Arbeit noch näher dargestellt) werden auch deshalb vermehrt angewandt, weil die Informationssuche von positiven gestimmten Menschen schneller abgebrochen wird.²⁷

2.2.1 Stress

Stress ist ein komplexes Phänomen, das physiologische, emotionale und motivationale Aspekte umfasst. Der physiologische Aspekt betrifft die Produktion von Hormonen der Nebennieren und bereitet den Körper auf eine Flucht- oder Kampf-Reaktion vor. Ihre emotionale Tönung erhalten die Stressreaktionen aber erst durch die kognitive Bewertung der Situation:²⁸

- In einer primären Bewertung wird die kritische Situation darauf eingeschätzt, ob damit eine Bedrohung, ein Verlust oder eine Herausforderung verbunden ist.
- Die sekundäre Bewertung beinhaltet die Selbsteinschätzung in Bezug auf die Bewältigungsmöglichkeiten
- Aufgrund dieser Bewertung werden Bewältigungsstrategien ausgewählt und eingesetzt.²⁹

Lazarus³⁰ unterscheidet zwischen emotionsbezogenen Strategien wie etwa Distanzierung, Ablenkung, Leugnen, Vermeiden und problembezogenen Strategien,

²⁶ Vgl. Kirchler, 2003, S.174.

²⁷ Vgl. Kieling, 2001, S.39.

²⁸ Vgl. Legewie; Ehlers, S.201f

²⁹ Vgl. Legewie; Ehlers, S.203

³⁰ Vgl. Legewie; Ehlers, S.203

die eine aktive Veränderung der Situation mit dem Ziel der Problembewältigung anstreben.

Vor allem bei Kursstürzen an der Börse ist Stress für das Verhalten der Anleger – und damit des ganzen Marktes sehr entscheidend. Aus konsistenten Trends werden durch unbedachte Aktionen so genannte *Schaukelbörsen*. Die Vielzahl der anfallenden Informationen können unter Stress zunehmend schlechter verarbeitet werden – was zu einem Teufelskreis führt, das letztlich in einem gelähmten Zustand der Hilflosigkeit mündet. Dieser Reaktion folgt ein Drang zur Befreiung, die oft im (mehr oder weniger vernünftigen) Verkauf des Wertpapiers endet.³¹

2.2.2 Angst

Evolutionsgeschichtlich betrachtet ist Angst ein sinnvoller und hilfreicher Affekt: Er warnt uns vor Gefahren und schützt z.B. durch Flucht vor deren Folgen. Angst kann bewusst oder unbewusst erlebt werden, kann nachvollziehbare oder wenig verständliche Ursachen haben – wie beispielsweise die Angst vor harmlosen Strahlen. Erlebte Gefahren Situationen brennen sich tief in das Gedächtnis ein – man erinnert sich besonders stark an das angstausslösende Erlebnis.³²

Angst kann auch ansteckend sein und darüber hinaus sogar einen epidemieartigen Charakter annehmen, überwiegend in Gruppensituationen, wenn eines der Gruppenmitglieder Angstsymptome zeigt.³³

Menschen versuchen grundsätzlich, Angst zu vermeiden – und damit Situationen, die mit hohem Risiko verbunden sind. Müssen Entscheidungen getroffen werden, werden jene vorgezogen, die gut abschätzbar sind. Schlecht abschätzbare Entscheidungen werden vermieden – die Börse reagiert bei diesen so genannten *Ambiguitäten* mit Preisabschlägen.³⁴

³¹ Vgl. Götte, 2006, S.58

³² Vgl. Rasch et. Al., 2009, <http://arbeitsblaetter.stangl-taller.at/EMOTION/Angst.shtml> (15.02.2010)

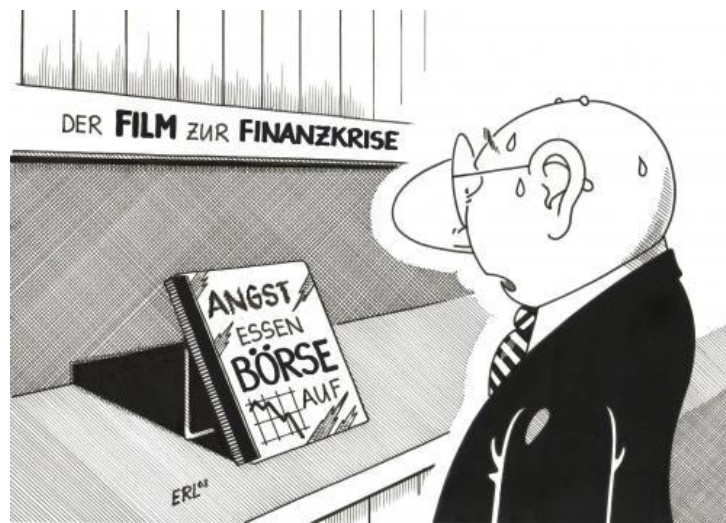
³³ Vgl. Stangl, <http://arbeitsblaetter.stangl-taller.at/EMOTION/Angst.shtml> (15.02.2010)

³⁴ Vgl. Götte, 2006, S.53

Risiken werden individuell unterschiedlich wahrgenommen: Das liegt einerseits an der Darstellung der Informationen sowie an der psychischen Befindlichkeit (Euphorie hemmt die Angst und steigert die Risikobereitschaft).³⁵

Diese Prozesse konnten besonders im Vorfeld des Börsencrash 2008 als massenpsychologisches Phänomen beobachtet werden.

Abb. 2: Angst und Börse



Quelle: http://de.toonpool.com/cartoons/Film_22842 (12.2.2010)

2.2.3 Kognitive Dissonanz

Nach Leon Festinger³⁶ wird unter einer kognitiven Dissonanz eine Erfahrung bezeichnet, die ein Individuum erlebt, wenn zuvor von ihm getroffene Entscheidungen im Widerspruch zu Informationen stehen, die es aufgenommen hat. Gerade bei Anlegern treten solche Erfahrungen häufig auf: Man entscheidet sich für den Kauf einer Aktie, dann erfährt man, dass der Kurs stark gesunken ist. Wie geht man mit diesen Informationen um? Nach Festinger³⁷ gibt es 4 Strategien:

³⁵ Vgl. Fenzl, 2009, S.XV

³⁶ 1959, <http://www.bakip-bhofen.salzburg.at/faecherberichte/meinungsprojekt5a05/Festinger-kogn.Dissonanz.pdf> (12.02.2010)

³⁷ 1959, <http://www.bakip-bhofen.salzburg.at/faecherberichte/meinungsprojekt5a05/Festinger-kogn.Dissonanz.pdf> (12.02.2010)

1. Abwehr dissonanter Information: Ab dem Beispiel hieße das, die Quelle als unglaublich ab zu tun – oder sich gar nicht mit Börsennachrichten zu befassen – also ein eher unwahrscheinliches Verhalten eines professionellen Anlegers oder Portfoliomanagers.

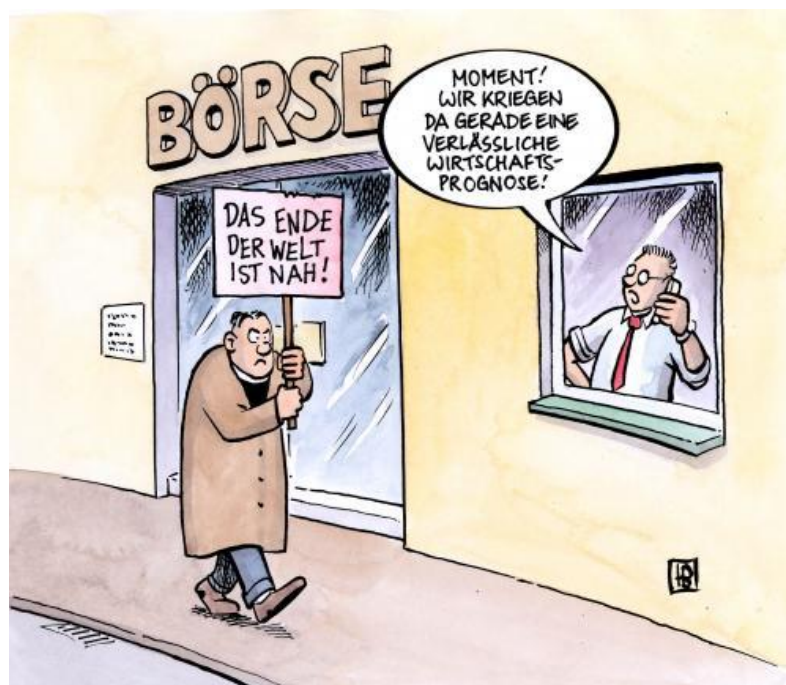
2. Änderung des Verhaltens: Das könnte z.B. heißen, den Kauf sofort wieder rückgängig zu machen oder über Derivate am fallenden Kurs zu profitieren.

3. Das Verhalten neu bewerten: Ein innerlich ablaufender Prozess – man mindert den aktuellen Zustand indem man verstärkt Hoffnung entwickelt, die Aktie würde bald wieder steigen.

4. Neue Kognition hinzufügen: Das könnte etwa das Sammeln von Informationen sein, die dem Papier eine langfristig positive Entwicklung prognostizieren – oder von Berichten, die eine allgemeine, vorübergehende Krise der Branche betreffen.

Es kann also davon ausgegangen werden, dass kognitive Dissonanzen auch bei grundsätzlich streng rational agierenden Personen zu einer Veränderung der Wahrnehmung bzw. des Informationsbeschaffungs-Verhaltens führen.

Abb. 3: Informationsbeschaffungs-Verhalten



Quelle: http://de.toonpool.com/cartoons/Prognose_32521 (13.2.2010)

2.2.4 Massenpsychologische Effekte

Eine Kernaussage der Massenpsychologie ist, dass sich Menschen in einer unsicheren Situation für die es keine eigenen Erfahrungswerte gibt am Verhalten anderer Menschen orientieren³⁸. Diese Phänomene der Gleichschaltung des Verhaltens sind das kritische Moment beim Entstehen von Spekulationsblasen wie auch bei Finanzkrisen. Diese Synchronisation führt dazu, dass die eingeschlagene Richtung immer weiter und noch intensiver verfolgt wird. Der Effekt der Ansteckung ist so stark, weil er in allen Märkten und Ländern gleich stark ausgeprägt ist – und er verbindet Märkte über die Köpfe der Marktteilnehmer, die sonst nur schwach physisch verbunden sind. Er führt schließlich zu einer massenpsychologischen Kettenreaktion, die Finanzmärkte in aller Welt erreicht.³⁹ In der Finanzmarktkrise 2008 schaukelten sich die Ängste der Teilnehmer vor dem nicht abschätzbaren Ausmaß der Rezession in Amerika und der möglichen Folgen für die Weltwirtschaft über einen zirkulären Prozess aus Vertrauensverlust, Kreditmarkturbulenzen und Einbrüchen an Finanzmärkten immer weiter auf⁴⁰.

2.3 Motive von Anlegern

Der amerikanische Psychologe Steven Riess⁴¹ veröffentlichte erstmals im Jahr 2000 nach Untersuchungen an über 6000 Personen eine Liste von 16 grundlegenden Lebensmotiven. Die Motive sind nicht hierarchisch geordnet:

- **Macht:** das Streben nach Einfluss, Erfolg, Leistung, Führung
- **Unabhängigkeit:** Freiheit, Selbstgenügsamkeit
- **Neugier:** Wissen, Wahrheit
- **Anerkennung:** soziale Akzeptanz, Zugehörigkeit, positiver Selbstwert
- **Ordnung:** Stabilität, Klarheit, Organisation
- **Sparen:** Anhäufung materieller Güter, Eigentum
- **Ehre:** Loyalität, moralische Integrität

³⁸ Vgl. Fenzl, 2009, S.92

³⁹ Vgl. Fenzl, 2009, S.44-47

⁴⁰ Vgl. Fenzl, 2009, S.51

⁴¹ Vgl. Riess, 2000 <http://www.reiss-profil.at/www.reiss-profil.at/Die%2016%20Lebensmotive%20im%20Detail.pdf> (06.02.2010)

- **Idealismus:** soziale Gerechtigkeit, Fairness
- **Beziehungen:** Freundschaft, Freude, Humor
- **Familie:** Familienleben, Erziehung eigener Kinder
- **Status:** Prestige, Reichtum, Titel, öffentliche Aufmerksamkeit
- **Rache:** Aggression, Konkurrenz, Kampf, Vergeltung
- **Eros:** erotisches Leben, Sexualität, Schönheit
- **Essen:** Nahrung und „Speisen“
- **Körperliche Aktivität:** Bewegung, Fitness
- **Ruhe:** Entspannung, emotionale Sicherheit

Diese Motive sind bei Menschen unterschiedlich stark ausgeprägt. Personen, die beruflich im Wertpapierhandel tätig sind, werden vermutlich bei Motiven wie *Macht*, *Anerkennung*, *Status* stärkere Ausprägungen aufweisen. Aber auch etwa *Ordnung* im Sinne von Überblick behalten oder *Unabhängigkeit*, um sich mit Geld Freiheit zu verschaffen. Dagegen kann angenommen werden, dass beispielsweise *Idealismus* oder *Ehre* nicht bei allen Anlegern im Vordergrund stehen.

Abb. 4: Ehrlichkeit an der Börse



2.4 Psychologische Aspekte der Entscheidungstheorie

Das Lösen von Entscheidungsproblemen ist ein zentrales Thema vieler Forschungsdisziplinen wie der Betriebswirtschaftslehre, der Soziologie, Mathematik und der Psychologie⁴². Aufgrund der Komplexität des Themas und der Fragestellungen dieser Arbeit soll in diesem Rahmen vor allem auf die psychologischen Aspekte eingegangen werden.

Als Entscheidung bezeichnet die Wissenschaft einen Akt, in dem bewusst eine von mehreren Handlungsalternativen ausgewählt wird. Die Analyse eines Entscheidungsverhaltens kann zum Ziel haben, entweder deskriptive oder präskriptive (normative) Aussagen zu gewinnen. Grundsätzlich wird logisch oder empirisch *intendiert* rationales Verhalten untersucht – also der *Versuch* der Rationalität.⁴³ Genau dieser kleine Zusatz zeigt den interessanten Aspekt auf, auf den in Folge näher eingegangen wird. Zuvor ein kurzer Überblick über die beiden Ansätze:

2.4.1 Präskriptive Entscheidungstheorie

Diese stellt den völlig rational handelnden *homo oeconomicus* in den Mittelpunkt der Betrachtung: Dieser verfügt über unbegrenzte Informationsverarbeitungskapazität und strebt stets den optimalen Zielerreichungsgrad an. Die Rationalität wird nach den angestrebten Zielen beurteilt (z.B. individuelle Maximierung des Vermögens). Die Theorie gibt Antwort auf die Frage, wie in einer gegebenen Situation Entscheidungen zu treffen sind, um dem Postulat formaler Rationalität zu genügen.⁴⁴

2.4.2 Deskriptive Entscheidungstheorie

Dieser Ansatz versucht die Frage zu beantworten, wie Entscheidungen in der Realität getroffen werden – und warum sie so und nicht anders getroffen werden⁴⁵. Sie geht von der empirischen Beobachtung aus und versucht, einen Zusammenhang

⁴² Vgl. Rommelfanger; Eickemeier, 2002, S.1

⁴³ Vgl. Rommelfanger; Eickemeier, 2002, S.2

⁴⁴ Vgl. Rommelfanger; Eickemeier, 2002, S.2-3

⁴⁵ Vgl. Bamberg; Coenenberg, 200 zit. n. Rommelfanger; Eickemeier, 2002, S.3

zwischen den Entscheidungen und der vorliegenden Situation herzustellen. Anfangs versuchte die deskriptive Theorie die Modelle der präskriptiven Theorie zur Erklärung des Verhaltens heranzuziehen. Es traten jedoch Widersprüche zu dem beobachteten Verhalten auf, die nicht erklärt werden konnten. So begann man, Persönlichkeitsfaktoren und die Entscheidungssituation aufeinander abzustimmen – immer noch ohne den gewünschten Erfolg. So kam man zum Schluss, dass die klassischen präskriptiven Modelle kaum geeignet waren, Entscheidungsverhalten in der Realität zu beschreiben. Die Ursache dieses Scheiterns wird in der Literatur überwiegend im Fundament der präskriptiven Entscheidungstheorie gesehen: Vor allem der Annahme der Rationalität des Entscheiders. Eine valide Theorie muss also den Fokus auf die in der Empirie zu beobachtenden Abweichungen vom Rationalverhalten legen.⁴⁶

2.5 Psychologische Ansätze zur Erklärung von Entscheidungsverhalten

2.5.1 Relevante psychologische Disziplinen

Herbert A. Simon argumentiert schon 1945⁴⁷, dass der Mensch nur über eine beschränkte Informationsverarbeitungskapazität verfügt und daher nicht alle Alternativen kennen kann, nicht alle Konsequenzen angeben kann und keine sog. *optimierende* sondern nur aus seiner Sicht *satisfizierende* Entscheidungen trifft.

Es spielen also psychologische Determinanten eine wichtige Rolle. Ein Ansatz, der sich mit der Wahrnehmung und den Präferenzen beschäftigt, ist die *Psychophysik*⁴⁸: Sie misst, vereinfacht wiedergegeben, die Stärke der Wahrnehmung von Präferenzen, die Intensität von Reizen und deren Wahrnehmung wie bspw. Lautstärke oder Licht. Daraus haben sich Verfahren zur Messung von Risikowahrnehmung und Risikoverhalten entwickelt.

Die *Persönlichkeitspsychologie*⁴⁹ behandelt bspw. die Fragestellung, ob das Risikoverhalten ein Persönlichkeitsmerkmal ist. Bereits frühe Untersuchungen

⁴⁶ Vgl. Rommelfanger; Eickemeier, 2002, S.4

⁴⁷ Vgl. Rommelfanger; Eickemeier, 2002, S.5

⁴⁸ Vgl. Hein, 2001, S.47

⁴⁹ Vgl. Hein, 2001, S.47

schätzen dieses als stabiles Persönlichkeitsmerkmal ein. Auch ein Zusammenhang mit demografischen Fakten wurde erhoben: So wurde die so genannte *Risikolust* als vorwiegend männliches Verhalten bestimmt, das positiv mit Bildung und Einkommen korreliert, aber negativ mit Alter. Ein wichtiges Konzept zur Erklärung von (Anleger-) Verhalten ist das Kontrollkonzept: Es geht davon aus, dass es ein grundlegendes menschliches Bedürfnis ist, sich selbst als Verursacher von Ereignissen, die einen selbst betreffen, wahrzunehmen.

Ein Phänomen aus der *Sozialpsychologie*⁵⁰ ist das Risky-Shift-Phänomen: Einerseits verursachen Entscheidungen von Gruppen eine Verschiebung in Richtung Konformität, andererseits ist auch eine Erhöhung der Risikobereitschaft im Vergleich zu Individualentscheidungen zu bemerken.

Die *Einstellungsforschung* beschäftigt sich mit der Einstellung von Personen gegenüber Objekten oder anderen Subjekten, die ebenso relevant für Entscheidungen sind.⁵¹

2.5.2 Theorien der Präferenzbildung

Je nach psychologischer Forschungsrichtung existieren bezüglich der Bildung von Präferenzen verschiedene theoretische Konzepte. Ein Beispiel ist der Ansatz von Wiswede⁵², der eine Unterscheidung nach bedürfnistheoretischen, aktivierungstheoretischen und lerntheoretischen Aspekten trifft:

2.5.2.1 Bedürfnistheoretische Aspekte

Die zentrale Annahme besteht darin, dass Werte und die daraus resultierenden Wertesysteme immer das Resultat motivationaler Prozesse darstellen. Motive sind Kräfte, die den menschlichen Organismus in eine bestimmte Richtung zu bestimmten Zielen drängen⁵³. Um den Zusammenhang zwischen Präferenzen und ihren zugrundeliegenden Bedürfnissen herzustellen, wird in primäre Bedürfnisse und

⁵⁰ Vgl. Fisher, 1974, zit. n. Hein, 2001, S.47

⁵¹ Vgl. Hein, 2001, S.48

⁵² 1987, zit. n. Höser, 1998, S.38f

⁵³ Vgl. Diller, 1992, zit. n. Höser, 1998, S.38

sekundäre Bedürfnisse unterschieden. Diese Hierarchie kann als Basis zur Bemessung von Präferenzen gesehen werden.⁵⁴ An dieser Stelle kann eine Verbindung zu den in Kapitel 2.3. dargestellten¹⁶ Lebensmotiven von Riess hergestellt werden: Je nach individueller Ausprägung dieser Motive bilden sich bei Menschen unterschiedliche Präferenzen.

2.5.2.2 Aktivierungstheoretische Aspekte

Dieser Ansatz setzt das Bestehen eines optimalen Aktivierungspegels voraus. Je näher man dem optimalen Niveau kommt, umso größer ist die Präferenz für diesen Stimulus. Dieser Ansatz dient auch zur Bewertung von Informationen in Abhängigkeit von deren Neuigkeitsgrad: Bekannte Stimuli erwecken dem zufolge keine Aufmerksamkeit, sehr neuartige Stimuli dagegen können negativ wirken, indem sie bei dem Betreffenden negative Emotionen auslösen können. Aus dem Streben nach dem optimalen Aktivierungszustand resultiert die (zwischen den Polen liegende) Motivation, bestimmte Entscheidungen zu treffen.⁵⁵

2.5.2.3 Lerntheoretische Ansätze

Für die Fragestellung dieser Arbeit vereinfacht wird unter *Lernen* eine Verhaltensänderung aufgrund von Erfahrung verstanden⁵⁶. Lerntheorien führen die Bildung von Präferenzen auf die Hypothesen seitens des Entscheiders zurück. Diese Hypothesen bilden einen Zusammenhang zwischen einem bestimmten Verhalten und den erwarteten Konsequenzen. Entscheidend sind Stärke und Stabilität der Hypothesen. Die Hypothesen sind umso stärker, je öfter sie bestätigt werden – bzw. je klarer der Zusammenhang zwischen Erlebnissen und den bestehenden Hypothesen ist.⁵⁷

Diese zentralen Annahmen lerntheoretischer Konzepte sind auch die Basis für die so genannte *instrumentelle Konditionierung*. In diesem Kontext dienen Präferenzen als Verstärker. Die zugrunde liegenden Vergleichssituationen können sich auf eigenes

⁵⁴ Vgl. Höser, 1998, S.39

⁵⁵ Vgl. Wiswede, zit. n. Höser, 1998, S.40

⁵⁶ Vgl. Behrens; Hartmann, 1977, Böcker 1996, zit. n. Höser, 1998, S.40-41

⁵⁷ Vgl. Franke; Kühlmann, 1990 zit. n. Höser, 1998, S.41

oder fremdes Handeln beziehen. Voraussetzung ist, dass das Modell die Aufmerksamkeit des Beobachters erregt – wenn beispielsweise ein Kollege beobachtet wird, der an der Börse mit einer bestimmten Strategie eine große Summe erwirbt⁵⁸ (wie am zitierten Beispiel des Herrn Müllers zu Beginn seiner Börsenaktivitäten). Als dritter Ansatz für den Vergleich dient die Bewertung verschiedener Handlungsalternativen nach lerntheoretischen Gesichtspunkten.⁵⁹

Diese Ansätze helfen, das Verhalten anderer Menschen vorherzusagen – etwa im alltäglichen Kontext, wenn wir annehmen können, dass unser Gruß erwidert wird⁶⁰. Wesentlich komplexer wird das Vorhersehen von Verhalten an der Börse – wie ein Zitat des Wirtschaftswissenschaftlers Keynes veranschaulicht:

Das Geheimnis des erfolgreichen Börsengeschäftes liegt darin, zu erkennen, was der Durchschnittsbürger glaubt, was der Durchschnittsbürger tut.

John Maynard Keynes

Eine wichtige Annahme für diese Problematik ist auch, dass sich Individuen in vielen Fällen dieses Verhaltens selber nicht bewusst sind⁶¹. Folgen auf unser Verhalten mehrere positive Verstärker, wird ein stabiles *instrumentelles Verhalten* aufgebaut – anders formuliert ein *gewohnheitsmäßiges Verhalten*. Dieses Verhalten stellt eine beträchtliche Entlastung unseres Alltages dar.⁶²

Dieser kurze Auszug an Erklärungsmodellen der Psychologie zeigt, dass Menschen dazu neigen, nicht objektive Rationalität zu erreichen, sondern nach subjektiven Empfindungen zu entscheiden, sie einfache Rezepte suchen, um mit der Überfülle an Information und bestehenden Erfahrungen bzw. erlebten Reizen umzugehen. Welche Strategien dabei Anleger einsetzen, zeigen die folgenden Ausführungen:

⁵⁸ Vgl. Wiswede, zit. n. Höser, 1998, S.42

⁵⁹ Vgl. Thibaut; Kelly, 1986, zit. n. Höser, 1998, S.42

⁶⁰ Vgl. Lefrancois, 1972, S.190

⁶¹ Vgl. Lefrancois, 1972, S.40

⁶² Vgl. Edelman, 2000, S.75

2.6 Ziele und Strategien von Anlegern

Entscheidungen an Aktienmärkten stellen die Entscheidungsträger aufgrund ihrer hohen Komplexität, Dynamik und Intransparenz vor besondere Anforderungen. Grundsätzlich sind diese Entscheidung zukunftsgerichtet. Dabei werden unternehmensbezogene, den Kurs beeinflussende Faktoren sowie die erwartete Liquidität einer Aktie bewertet. Die Entscheidungsfindung wird zusätzlich dadurch erschwert, dass die Entscheidungskriterien in einer dynamischen Umwelt und einem kontinuierlichen Handelsprozess ständigen Veränderungen unterworfen sind.⁶³

Die Anleger neigen dazu, wiederholt ähnlich strukturierte Entscheidungen zu treffen. Dabei unterliegen sie im Zeitablauf Lernprozessen. Es gilt in erster Linie, Risiko und Chancen abzuwägen. Da wie in der klassischen Entscheidungstheorie keine Wahrscheinlichkeitsverteilungen vorliegen, ist auch in diesem besonderen Fällen davon auszugehen, dass die Entscheidungen der Anleger immer einer Subjektivität unterliegen.⁶⁴

2.6.1 Die rationale Entscheidung

Anleger-Entscheidungen werden als *rational* bezeichnet, wenn der Anleger seine Ressourcen so einsetzt oder verteilt, dass damit ein maximaler Nutzen erreicht wird – wenn auch die Entscheidungstheorie bewiesen hat, dass dies bei einer Unüberschaubarkeit der Situation nicht möglich ist. So stellt dieser Ansatz zumindest eine Basis für den Umgang mit schwierigen Entscheidungen dar. Aufgrund der gegenseitigen Abhängigkeiten an der Börse werden auch den anderen Anlegern nach diesem Prinzip stabile, vorhersagbare und systematische Entscheidungen unterstellt.⁶⁵

2.6.2 Grenzen der rationalen Entscheidung

Für einen großen Teil realer Entscheidung ist dieser Ansatz, wie bereits diskutiert, nicht anzuwenden: Dazu müsste der Entscheider einen umfassenden Überblick über alle Faktoren haben. Ebenso müsste er alle Handlungsalternativen nicht nur im

⁶³ Vgl. Schroeder-Wildberg, 1998, S.9

⁶⁴ Vgl. Schroeder-Wildberg, 1998, S.10

⁶⁵ Vgl. Schroeder-Wildberg, 1998, S.12f

Moment sondern in alle Zukunft kennen. Vor allem in der Finanzwelt werden Entscheidungen in komplexen, intransparenten und dynamischen Situationen getroffen.⁶⁶

2.6.3 Methodische Beurteilung der Situation

Schon 1953 wurde durch Allais⁶⁷ gezeigt, dass selbst bei einfachen Konstruktionen von Entscheidungen von der Erwartungsnutzentheorie (bzw. der rationalen Entscheidung) abgewichen wird – obwohl sie für den Entscheidungsträger sie im Rahmen seiner subjektiven Verarbeitungskapazität rational erscheint.

Um die Situation für sich überschaubar zu machen, bedienen sich Entscheider verschiedener Heuristiken. Dabei wird versucht, den Aufwand für die Informationsbeschaffung zu limitieren.⁶⁸

Beispiele für Heuristiken⁶⁹:

- **Ankermethode:** Menschen binden eine Entscheidung an Zahlen, die mit dem Entscheidungsobjekt zusammenhängen. So ist die Entscheidung oft an dem Kaufpreis orientiert. In der Gewinnzone sind Investoren viel eher bereit, eine Aktie wieder zu verkaufen als in der Verlustzone. Bei der großen Mehrzahl an Investoren kann man dieses Verhalten beobachten: "Gewinne begrenzen, Verluste laufen lassen."
- **Overconfidence:** übersteigertes Selbstvertrauen der Investoren, auf Stolz oder Bedauern aufbauende Anlagestrategien oder so genannte *Repräsentativheuristik*: Dabei neigen Menschen dazu, die aktuelle Situation vor dem Hintergrund einer scheinbar vergleichbaren Situation aus der Vergangenheit zu beurteilen. Die vorhandenen Unterschiede werden generös vernachlässigt, die entstehenden Ungenauigkeiten der Analyse können schnell ein großes Ausmaß annehmen.

⁶⁶ Vgl. Schroeder-Wildberg, 1998, S.13f

⁶⁷ Vgl. Schroeder-Wildberg, 1998, S.15

⁶⁸ Vgl. Schroeder-Wildberg, 1998, S.16-17

⁶⁹ Vgl. Mattern, 2007, <http://www.zeit.de/online/2007/08/boers-o-meter?page=all> (11.02.2010)

- **Entwicklung fortschreiben:** Wenn Kurse eine Woche lang steigen, sehen solche Anleger dies sofort als den Beginn eines Aufwärtstrends. Drei Tage in Folge mit sinkenden Kursen wird dagegen gleich als der Beginn eines sog. *Bärenmarktes* angesehen. Solch ein Fortschreiben der jüngsten Entwicklung findet sich auch bei allgemeinen Marktbeurteilungen, zum Beispiel bei der Frage nach der aktuellen Risikoeinschätzung.

2.6.4 Ergebnisse experimenteller Untersuchungen

Für die Bildung neuer Verhaltenstheorien werden vielfach experimentelle Ergebnisse für Wahlentscheidungen herangezogen. Einige dieser Ansätze werden in Folge grob skizziert:

- Prospect Theory⁷⁰: Hohe Wahrscheinlichkeiten werden unterschätzt, kleine Wahrscheinlichkeiten überschätzt.
- Endowment Effect⁷¹: Zwischen der Bereitschaft, einen Kaufpreis zu zahlen und der Bereitschaft, einen Verkaufspreis für dasselbe Gut zu akzeptieren besteht eine Differenz (obwohl sie von Entscheider gleich bewertet werden müssten).
- Availability⁷²: Die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten eines Ereignisses wird überschätzt, wenn der Entscheider sich an ein ähnliches Ereignis erinnern kann. Vor allem die Leichtigkeit des Erinnerns (Availability) ist ausschlaggebend.
- Kontrollillusion⁷³: Die Ausübung von Kontrolle (siehe auch den Abschnitt zum Rieses-Profil) ist ein wichtiges Motiv. Für Anleger ist vor allem die Kontrolle durch Kenntnis der Einflussgrößen maßgeblich. Dabei steigern die Höhe, das Vorzeichen und die Unsicherheit der Entscheidung das empfundene Kontrolldefizit. Dies versucht der Anleger durch Prognosen, Info-Beschaffung zu

⁷⁰ Kaneman; Tversky in Schroeder-Wildberg, 1998, S.18

⁷¹ Thaler, 1989, in Schroeder-Wildberg, 1998, S.19

⁷² Schwarz, 1982 in Schroeder-Wildberg, 1998, S.20

⁷³ Vgl. Götte, 2006, S.47

verringern. Vor allem selbstbewusste Anleger erliegen dann der Illusion, vollkommene Kontrolle über ihre Märkte zu haben.

Die Ausführungen zeigen, dass es sinnvoll ist, vom Konzept des rationalen Verhaltens abzugehen. Für ein erweitertes Verständnis im Sinne der Behavioral Finance ist also das psychologische Verständnis des Entscheidungsverhaltens ebenso erforderlich wie die Kenntnis der an den Wertpapiermärkten ablaufenden Prozesse. Im Fokus dieser Arbeit stehen allerdings vorwiegend die psychologischen Aspekte.

2.7 Typologien von Anlegern

Wie aus den psychologischen Grundlagen ersichtlich ist, verhalten sich Menschen, auch wenn sie es wollen nicht immer rational. Diese Annahme gilt im Falle der Anleger für alle Anleger – daher stellt sich die Frage für den Einzelnen, welchen Nutzen er aus dieser Erkenntnis ziehen kann. Es gilt also nicht nur, sein eigenes Verhalten kritisch zu hinterfragen, sondern auch das alltägliche Handeln an den Börsen als Spiegel zwischenmenschlicher Aktionen und Reaktionen besser zu verstehen. Oft verhindern aber emotionale Effekte, ebensolches Verhalten auch tatsächlich umzusetzen. Aufgrund der unterschiedlichen Ausprägungen dieser Emotionen kann man verschiedene Anlegertypen unterscheiden.⁷⁴ An dieser Stelle werden zwei Typologien näher betrachtet. Eine psychologische Typologie⁷⁵ unterscheidet den intuitiven, den rationalen und den emotionalen Anleger – nach der Strategie⁷⁶ lässt sich der substanzorientierte, ertragsorientierte, wachstumsorientierte und der chancenorientierte Anleger unterscheiden. Neben diesen nun ausführlicher dargestellten Typologien existieren auch noch weitere Unterscheidungen, z.B. nach dem Grad der Professionalität oder nach der Einstellung zum Kurs des Engagements (z.B. Wertpapier ist überbewertet / unterbewertet)⁷⁷.

⁷⁴ Vgl. Götte, 2006, S.135

⁷⁵ Vgl. ebd. S.135f

⁷⁶ Vgl. Indetzky <http://svoe.zgk.de/cms/weiter.do?val=/otc/fj-fonds/relArtikel/1066925898189.jsp&att=columnLeft&comp=artikel&tc=fj-fonds&ausgabe=kr>
(05.02.2010)

⁷⁷ Vgl. Faktor, 2005, S.75f

2.7.1 Psychologische Typologie

Dieser Ansatz setzt das Bestehen von Emotionen auch beim versuchten rationalen Agieren an der Börse voraus und geht davon aus, dass unser Handeln auch unseren bestehenden Eigenschaften angepasst werden soll, um nachhaltig zu Erfolg zu führen.

2.7.1.1 Intuitiver Anleger

Nach Millionen Jahren der Evolution sind auch unsere heutigen Handlungen mehr oder weniger bewusst von Intuition geleitet. Vor allem wiederkehrende Rituale, Routinen und schnell verfügbare Handlungsmuster. Problematisch wird es für intuitive Menschen, wenn diese Routinen gestört werden. Für den Finanzmarkt bedeutet das, dass intuitive Anleger davon überzeugt sind, eine „Spürnase“ für gute Geschäfte zu haben – und sich daher nicht so viel Zeit für ihre Entscheidungen nehmen. Sie machen sich ihre Routinen zunutze und neigen dazu, komplexe Sachverhalte zu vereinfachen. Dabei gehen allerdings oft wichtige Informationen verloren, oder werden erst gar nicht aufgenommen. Die wichtigste Information für diesen Anlegertypus ist der Einstandspreis seines Engagements. Dieser bleibt oft als Einziges im Gedächtnis hängen und führt – vor allem bei Abwärtsbewegungen zu Überreaktionen, ohne sich aller relevanten Informationen bewusst zu werden. Nach einigen Erfolgen neigt er stark dazu, durch zu riskante Positionen erhebliche Verluste einzustecken.⁷⁸

2.7.1.2 Emotionaler Anleger

Wie schon bei dem Abschnitt über Gefühle und Stimmungen dargestellt, ist unser Handeln auch ganz stark von diesen Einflussgrößen gesteuert. Eine weitere, weniger psychologisch fundierte Unterscheidung wird bei dieser Typologie⁷⁹ in

- soziale Emotionen (Wut, Hass, Schuld, Scham, Bewunderung und Zuneigung) und

⁷⁸ Vgl. Götte, 2006, S.137

⁷⁹ Vgl. ebd., S.137f

- Emotionen aus der Unsicherheit zukünftiger Ereignisse (wie Hoffnung, Gier und Angst) und einer
- weiteren Gruppe (Bedauern, Überraschung, Enttäuschung) getätigt.

Der emotionale Typ wird versuchen, positive Emotionen zu verstärken, negative zu vermeiden und andere Menschen in seinem Sinne zu beeinflussen. Er trifft seine Entscheidungen auch gern mit anderen Menschen gemeinsam. Das verschiebt auch das Risiko des eigenen Verhaltens auf die Gruppe – wobei Erfolge dann eher wieder sich selbst zugeschrieben werden.

Auch für emotionale Anleger ist der Einstandspreis der wichtigste Bezugspunkt. Die größte Schwäche ist die Harmoniebedürftigkeit: Er vermeidet alle Dissonanzen und kann sich nur schwer eingestehen, einen Fehler begangen zu haben. Dabei sucht er – wie bei der Definition der kognitiven Dissonanzen beschrieben – bestätigende Informationen für sein Verhalten. Dabei wird seine Wahrnehmung selektiv beeinflusst. Das führt dazu, dass dieser Anleger bei ungünstigen Kursen sehr lange zögert, bevor er seine Verluste realisiert.

2.7.1.3 Rationaler Anleger

Viele Menschen halten sich selbst für vernünftig – vor allem in Geldangelegenheiten. Sie sind sich zumeist nicht bewusst, dass auch sie stark von ihren Emotionen gesteuert werden. Diese nachdenklichen, sachorientierten Menschen versuchen vor allem, Wissen anzusammeln. Sie versuchen damit ständig, die Angst vor dem Ungewissen zu verringern, sind ständig bemüht, alle Zusammenhänge und Wirkungsweisen zu verstehen. Entscheidungen ohne vernünftige, rationale Erklärung sind undenkbar. Durch die nachhaltige Beschäftigung mit ihren Anlagen entsteht eine starke Bindung, die es ihnen schwer macht, diese lieb gewonnenen Dinge loszulassen. Es geht ihm weniger um den schnellen, als um den langfristigen Gewinn. Folge ist, dass er wenig handelt – und damit auch zumeist viele Chancen nicht ergreift. Bei raschen, unerwarteten Kursschwankungen erleidet er einen ausgeprägten Kontrollverlust.

2.7.1.4 Zuordnung der Typologien

Folgende Übersicht erleichtert die Zuweisung zu den jeweiligen Anlegertypen – wobei natürlich auch Mischformen zu berücksichtigen sind:

Abb. 5: Psychologische Anlegertypen

	Intuitiver Typ	Emotionaler Typ	Rationaler Typ
Typischer Personenkreis	Händler, kurzfristiger Anleger	Vermögensverwalter, mittelfristige Anleger, Fondsmanager	Analyst, langfristiger Anleger
Bevorzugter Zeithorizont	kurzfristig	Mittelfristig	langfristig
Hauptmotiv	schnelle Ergebnisse	Dissonanzfreiheit	Kontrolle
Besondere Anfälligkeit für...	Heuristiken, Orientierung an Einstandspreisen, Kontrollillusion	Selektive Wahrnehmung, Festhalten an Entscheidungen	Angstvermeidung, selektive Wahrnehmung

Quelle: Götte, 2006, S. 140

2.7.2 Strategieorientierte Typologie

Eine weitere Typologie⁸⁰ von Anlegern unterscheidet unterschiedliche Erwartungen an ihre Investition. Entscheidend für das Verhalten ist die persönliche Lebenssituation und die Risikobereitschaft.

2.7.2.1 Substanzorientierter Anleger

Dieser Anleger sucht nach einem gesicherten Zinseinkommen, geht kein bis nur ein geringes Kursrisiko ein und kein bis nur ein geringes Kapitalrisiko. Die Sicherheit seines angelegten Geldes und möglichst garantierte Erträge sind für ihn entscheidend. Zumindest die Substanz, also das eingesetzte Kapital, soll auf jeden Fall erhalten bleiben – ein Kapitalverlust möglichst ausgeschlossen werden. Dass hohe Sicherheit gleichzeitig eine geringe Rendite bedeutet, stört diesen Anlegertyp nicht. Für den substanzorientierten Anleger eignen sich an Anlagearten daher zum Beispiel Sparbuch, Tagesgeld⁸¹, Wachstumssparen, Bausparkonten oder Bundeswertpapiere.

2.7.2.2 Ertragsorientierter Anleger

Dieser Anleger sucht nach einem gesicherten Zinseinkommen und darüber hinausgehende Renditen – wenn das Risiko überschaubar erscheint. Er ist bereit, geringe Kursrisiken aus Zinsschwankungen einzugehen, sowie ein geringes Kapitalrisiko aus Aktien- und Währungsverlusten.

⁸⁰ Vgl. Indetzky, Alfred <http://svoe.zgk.de/cms/weiter.do?val=/otc/fj-fonds/relArtikel/1066925898189.jsp&att=columnLeft&comp=artikel&tc=fj-fonds&ausgabe=kr> (5.2.2010)

⁸¹ Tagesgeldkonten kombinieren den Vorteil der täglichen Verfügbarkeit mit dem einer hohen Verzinsung. Eine Bindung für eine bestimmte Anlagedauer wird nicht eingegangen. Bei Verfügungen wird die gewünschte Summe jederzeit auf ein vorab festgelegtes Referenzkonto zurück überwiesen. <http://www.modern-banking.at/tagesgeld.php> (16.02.2010)

2.7.2.3 Wachstumsorientierter Anleger

Die Ertragserwartungen dieses Anlegertyps liegen über einem normalen Zinsniveau: Neben sicheren Erträgen versucht er auch Kurs- und Währungschancen zu nutzen. Dabei ist der Anleger auch bereit, ein mittleres Kursrisiko und begrenzte Kapitalrisiken aus Aktien- und Währungsverlusten einzugehen.

2.7.2.4 Chancenorientierter Anleger

Die Ertragserwartungen dieses Anlegers liegen deutlich über dem normalen Zinsniveau: Neben gesicherten Erträgen versucht er auch, Kurs- und Währungschancen zu nutzen. Ein erheblicher Teil des Kapitalzuwachses kommt aus Aktienmärkten. Er akzeptiert ein höheres Kursrisiko und Kapitalrisiko aus Aktien- und Währungswerten.

3 Nutzen der Erkenntnisse des Behavioral Finance für den Anleger

3.1 Erkennung der psychologischen Aspekte des eigenen Verhaltens

3.1.1 Bewusste Wahrnehmung der Einstellungen

Ein wichtiger Ansatzpunkt ist das Erkennen der eigenen – oft unterbewussten Einstellungen, die unser Handeln leiten. Es hat sich als vorteilhaft erwiesen, die eigenen Einstellungen hinsichtlich folgender Dimensionen zu hinterfragen:

- Was denke ich über die Börse und Märkte?
- Welche Einstellung habe ich zu Geld?
- Wie stehe ich zu Informationen bezüglich des Finanzmarktes?
- Was denke ich über Chancen, Risiko und Glück?
- Was denke ich über mich selbst – und was über die anderen Marktteilnehmer?

Oftmals stellt sich heraus, dass bei diesen Fragen fixe Glaubenssätze bestehen. Diese müssen aber immer wieder hinterfragt und den aktuellen Situationen angepasst werden.⁸² Schwierig ist die Bewertung der Rolle der Einstellungen, wenn es um die Bewertung von Neuem geht – wie etwa bei Neuemissionen am Markt. Bei diesen IPOs (Initial Public Offers) neigen Anleger zu einer, vor allem anfänglichen Unterbewertung, die sich dann in einem steigenden Kurs niederschlägt.⁸³

Ein wichtiger Aspekt ist auch die Einschätzung des eigenen Wissens und Könnens – vor allem hinsichtlich der Erstellung von eigenen mathematischen Modellen, die sich überwiegend als wenig tauglich erweisen.⁸⁴

⁸² Vgl. Schriek, 2009, S.62

⁸³ Vgl. Shefrin, 2000, S 260

⁸⁴ Vgl. Götte, 2006, S.27

3.1.2 Neutralisierung eigener Emotionen

Längere Zurückhaltung oder plötzliche Veränderungen können zur Eskalation der Emotionen führen. Die Folge ist eine Einschränkung der Entscheidungsfähigkeit. Die Praxis zeigt einen Zyklus von Emotionen in folgender Reihenfolge:

Skepsis – Hoffnung – Gier – Angst – Panik – Depression

Anleger, die mit diesem Zyklus mitlaufen gehen Gefahr, ihr Kapital an der Börse zu „verbrennen“. Dazu kommt noch die Emotion *Rache* (bzw. das Motiv, in Bezugnahme auf das Riess-Profil). Unter solchen Umständen ist es nachvollziehbar, dass keine sehr rationalen Entscheidungen möglich sind. Erfolgreiche Anleger lernen, mit den eigenen Emotionen professionell umzugehen. Das kann in einem Entspannungsmanagement (Wasser trinken, körperliche Bewegung, gesunde Nahrung, ausreichend Schlaf, ...) liegen, in einem dauerhaften Persönlichkeitstraining bzw. in einer externen Reflexion (Coaching) und anschließenden, möglichst weit gehenden Neutralisation dieser Emotionen.⁸⁵ Auch unmittelbare Handlungen an der Börse können helfen, Emotionen wieder in den Griff zu bekommen – wie etwa der Verkauf einer fallenden Aktie, der wieder zu einer Handlungsfreiheit führen kann.⁸⁶

Abb. 6: Verhalten von Kleinanlegern



Quelle: http://de.toonpool.com/cartoons/untersuchung_13021 (12.2.2010)

⁸⁵ Vgl. Schriek, 2009, S.154

⁸⁶ Vgl. Götte, 2006, S.58f

3.1.3 Umgang mit Suchtverhalten

Der Psychologe Gerhard Meyer⁸⁷ hat nachgewiesen, dass Spekulationen an der Börse Elemente von Glückspiel aufweisen und süchtig machen können. Vor allem *psychotrope* Wirkungen, die sich in Nervenkitzel oder euphorische Gewinnerwartung äußern: Bei positivem Ausgang stellen sich Wohlbefinden, Machtphantasien und die Erwartung weiterer Gewinne ein. Bei negativem Ausgang folgt Verzweiflung, Depression oder Angst – vor allem in dieser Situation droht die Spielsucht, die Erinnerung an frühere Gewinne treibt den erfolglosen Spekulanten sehr bald wieder an den Markt. Er ist dann bereit, höhere Risiken einzugehen als zuvor, um die Verluste möglichst schnell wieder auszugleichen. Damit wird er aber zumeist nur noch tiefer in den Abwärtsstrudel gezogen.⁸⁸

Eine vorausschauende Möglichkeit – neben der Intervention in Akutphasen durch einen externen Suchtberater – ist die langfristige Planung des Anlageverhaltens in Form einer Trading-Strategie, in der Limits für Trades pro Tag, Woche Monat oder Jahr festgeschrieben werden.⁸⁹ Diese Strategie soll natürlich in einem entspannten, emotionslosen Zustand verfasst werden.

3.1.4 Ansätze aus geschlechtsspezifischen Unterschieden

Allgemein ist das Interesse von Frauen für finanzielle Angelegenheiten geringer ausgeprägt als das von Männern – bei Entscheidungen neigen sie dazu, auf Informationen von Männern zu vertrauen⁹⁰. So kommt auch in Haushalten Männern die größere Rolle bei Anlageentscheidungen zu⁹¹. Andererseits entscheidet nur noch in jeder vierten Ehe der Mann allein in Geldfragen⁹².

⁸⁷ Zit. n. Götte, 2006, S.59

⁸⁸ Vgl. Götte, 2006, S.59

⁸⁹ Vgl. Schriek, 2009, S.65

⁹⁰ Vgl. Joerg; Loderer 2006, zit. n. Schriek, 2009, S.68

⁹¹ Vgl. Öhler (ohne Zeitangabe), zit. n. Beidinger, 1994, S.70

⁹² Vgl. Wundrich (ohne Zeitangabe), zit. n. Beidinger, 1994, S.70

Bei der Risikoaversion besteht eine geringfügig höhere Ausprägung bei Frauen. Dieser Faktor wird jedoch stärker von anderen Determinanten wie Wissen, Informationsverhalten und Kompetenz beeinflusst als vom Geschlecht.⁹³

Einen Vorteil haben Frauen durch ihrer erwiesen höhere Lernbereitschaft: In einer finnischen Studie⁹⁴ zeigte sich, dass Frauen schneller lernten, im Trading kleine Gewinne zu realisieren. Männer hingegen neigen dazu, bis zu 45% mehr zu traden und damit ihre Rendite zu schmälern⁹⁵.

Ein interessanter Aspekt ist der Einfluss des Psychologen auf die Investitionsentscheidung: Frauen, die sich von ihren Psychologen „auf der Couch“ beraten lassen, tragen damit zu ihrem Börsenerfolg bei. Die Zahl der „Marktversther“ ist unter den Psychologen besonders hoch, da sie die Aspekte des Behavioral Finance von Berufs wegen verstehen. Berufsgruppen, die stärker auf Rationalität vertrauen, wie Mathematiker und Physiker haben in der Regel weniger Börsenerfolg – sie nehmen an, dass sich die anderen Marktteilnehmer ähnlich rational verhalten.⁹⁶

Es gibt also gute Gründe, Frauen zu einer verstärkten Aktivität in Investitionsfragen anzuregen – oder vielleicht ihre Männer dazu zu bewegen, sich in Anlagefragen beratend an sie zu wenden.

3.1.5 Gruppenverhalten

Die Gruppe – im Gegensatz zur „Masse“ des gesamten Marktes, wie bei den massenpsychologischen Phänomenen beschrieben – übt einen starken Einfluss auf das Anlageverhalten von Individuen aus. Seit Jahrmlionen ist der Mensch ein Herdentier und auch in unserer Welt wird unser Verhalten durch eine lebenslange Sozialisation geprägt. Die Herde bietet Schutz und befriedigt das Bedürfnis nach Zugehörigkeit. Ein geringer Selbstwert begünstigt die Neigung zum Herden- oder gruppenkonformen Verhalten. Auch bei Börsenprofis, wie Analysten oder jungen Fondsmanagern wird dieses Verhalten beobachtet, wenn sie sich im Schutz der

⁹³ Vgl. Joerg-Perrin, zit. n. Schriek, 2009, S.69

⁹⁴ Vgl. Barber et. al., 2007a, zit. n. Schriek, 2009, S.69

⁹⁵ Vgl. Barber; Odean, 2001, zit. n. Schriek, S.69

⁹⁶ Vgl. Drehmann et. al., 2005, zit. n. Schriek, 2009, S.70

Gruppe verstecken. Keiner möchte bei einer Fehlprognose allein dastehen, wie vor allem eine jüngere österreichische Studie zeigte.⁹⁷

Es gibt aber auch Formen von organisiertem Herdenverhalten, sog. *intentional herding* wie Bspw. von Rentenmarkt-Analysten. Diese orientieren sich allerdings nicht unmittelbar an den anderen Analysten, sondern alle gleichermaßen an der aktuellen objektiven Marktsituation.⁹⁸

Von *irrationalen Herdenverhalten* spricht man vor allem, wenn sich Spekulationsblasen aufbauen, wenn also Preisbewegungen nicht mehr durch Fundamentaldaten erklärt werden können. Möglicherweise wird dieser Effekt durch das zunehmende, für viele gleichermaßen schnell verfügbare Informationsangebot der neuen Medien verstärkt.

Die Abgrenzung von der Gruppe zur Herde und wiederum zur Masse ist aus der Literatur nur schwer zu entnehmen. Auch hier ist anzunehmen, dass dies von den Kommunikationsformen abhängt und dass neue, immer schnellere internationale Kommunikationsformen den Begriff Gruppe erweitern. Das erklärt womöglich auch die Verwendung von Gruppenbegriffen wie Stimmung im Zusammenhang mit dem internationalen Kauf- oder Verkaufsverhalten an den Börsen⁹⁹.

3.2 Erkennung der Chancen durch das Verhalten des Marktes

3.2.1 Marken- und Namenseffekte

Schon Ende der 1990er Jahre wurde im Zuge des Internetbooms belegt, dass Namensänderungen in einen *dotcom* – Namen zu höheren Bewertungen führten, auch wenn die Unternehmen gar nicht im Internet tätig waren. Vor allem bei einem Börsengang führen „schöne“ Namen nicht nur zu einem sehr hohen ersten Kurs, sondern auch zu außergewöhnlichen Kurssteigerungen in den ersten 10 Tagen.¹⁰⁰

⁹⁷ Vgl. Lütje, 2004, zit. n. Schriek, 2009, S.71

⁹⁸ Vgl. Spiworks et al. 2006, zit. n. Schriek, 2009, S.71

⁹⁹ Vgl. Götte, 2006, S.114

¹⁰⁰ Vgl. Pensa, 2006, zit. n. Schriek, 2009, S.113

Eine Studie an 6 ausgewählten Unternehmen zeigte, dass Sie bei einem Namenswechsel Kurssteigerungen im Ausmaß von knapp 20% erfuhren.¹⁰¹

Andere Studien belegen, dass Marken trotz ihres immateriellen Charakters zentrale Vermögenswerte darstellen. Laut einer Untersuchung erreichten die 10 wertvollsten Marken die Summe von über 300 Mrd. Euro. Allein die Top 3 machen über die Hälfte dieses Betrags aus. Coca-Cola führt 2009 die Liste mit 69 Milliarden EUR an, gefolgt von IBM mit 60 und Microsoft mit 57 Milliarden Euro¹⁰².

Es handelt sich dabei um den reinen Markenwert, ohne Zurechnung des materiellen Betriebsvermögens. Mit Blick auf die Bilanzsumme führender Unternehmen stellt man fest, dass der Markenwert in vielen Fällen etwa 50% des Unternehmenswertes, beträgt. Ein beachtlicher Wert – gemäß internationalen Rechnungslegungsvorschriften (*IFRS*) sind Markenwerte als immaterielle Vermögensgegenstände zu aktivieren und in der Bilanz auszuweisen. In Österreich ist dies gemäß den Bilanzierungsvorschriften jedoch unzulässig. Da IFRS jedoch zunehmend Verbreitung findet, gestaltet sich die Messung und Bewertung von Markenwerten zu einem immer wichtigeren Thema. Dies gilt insbesondere unter dem Blickwinkel der immer noch ansteigenden Anzahl an Fusionen und Akquisitionen von Unternehmen (und deren Marken), bei denen der Markenwert den Kaufpreis letztlich mitgestaltet.¹⁰³

Es ist davon auszugehen, dass auch in Österreich bzw. in den europäischen Wirtschaftsräumen, in denen die IFRS noch nicht zur Anwendung kommt, der Markenwert für das Anlegerverhalten eine entscheidende Rolle spielt, obwohl er im streng rationalen Sinne keinen festen Vermögensbestandteil darstellt. Es liegt zu einem großen Teil also wieder an der psychologischen Wahrnehmung der Marke – nicht nur im Kopf des Konsumenten, sondern auch der Anleger.

¹⁰¹ Vgl. Kresta; Scherler, 2003, www.benrox.ch/files/nzz_071003.pdf (22.02.2010)

¹⁰² Vgl. Interbrand http://www.interbrand.com/best_global_brands.aspx?year=2009&langid=1003 (22.02.2010)

¹⁰³ Vgl. Goss, 2006, [http://www.marketing-boerse.de/Fachartikel/details/Was-ist-\(m\)eine-Marke-wert](http://www.marketing-boerse.de/Fachartikel/details/Was-ist-(m)eine-Marke-wert) (22.02.2010)

3.2.2 Saisonale Effekte und Wirtschaftszyklen

Verschiedene Studien konnten ungewöhnliche hohe Renditen von Kleinfirmen in den ersten zwei Jänner Wochen nachweisen, auch *turn of the year* - Effekt genannt. Der Grund besteht in vermutlich darin, dass Investoren gegen Jahresende vermehrt Verluste aus einkommensteuerrechtlichen Gründen realisieren. In den ersten Januartagen erholen sich dann die Aktien wieder, wenn Investoren erneut kaufen.¹⁰⁴

Ein weiterer Effekt wird als *sell in May and go away* bezeichnet: In 36 von 37 Märkten wurde nachgewiesen, dass in der Periode von November bis April höhere Renditen erwirtschaftet werden als von Mai bis Oktober.¹⁰⁵

Der russische Wirtschaftsforscher Nikolai Kondratieff entdeckte 1926, dass kurze Konjunkturzyklen von etwa 4 Jahren von längeren Wellen im Ausmaß von 40 bis 60 Jahren überlagert werden. Nachdem die ersten 4 Kondratieffzyklen von industriellen Technologiesprüngen ausgelöst wurden, war es beim fünften Kondratieff der Wandel zur Informationsgesellschaft. Welche Faktoren und wann den sechsten Kondratieff auslösen werden, ist noch eine offene Frage – ebenso, ob durch die Beschleunigung der technologischen und gesellschaftlichen Entwicklungen die Länge des Zyklus verkürzt wird.¹⁰⁶ Ebenso offen ist die Frage, wie weit psychologische Effekte zur Ausprägung dieser Zyklen und saisonalen Effekte beitragen.

3.2.3 Privatanleger und institutionelle Anleger

In dieser Beschreibung des Anlageverhaltens fließen vor allem entscheidende Informationen zu den Rahmenbedingungen rechtlicher und institutioneller Art ein – diese sind wie die Regeln bei einem Spiel für die Einschätzung des Anlegerverhaltens von entscheidender Bedeutung.

¹⁰⁴ Vgl. Schwert, 2003, zit. n. Schriek, 2009, S.114

¹⁰⁵ Vgl. Bouman; Jacobson, 2002, zit. n. Schriek, 2006, S.114

¹⁰⁶ Vgl. Schriek, 2009, S.123

3.2.3.1 Privatanleger

Die zumeist geringere Erfahrung und das teilweise hohe persönliche Risiko macht diese Anlegergruppe besonders anfällig für psychische Effekte: Sie neigt etwa besonders dazu, mit dem Verkauf von Titeln zu lange zu warten, in der Hoffnung, der Kurs würde sich wieder erholen. Ein weiterer Unterschied zum professionellen Anleger betrifft die Behandlung der Steuern, die von Privatanlegern bei dem Ergebnis der Anlage anfallen. Die Berechnung erfolgt nach sehr individuellen Gesichtspunkten. Der kleine Anleger neigt im Gegensatz zum Profi auch dazu, jedes Investment gesondert zu betrachten. Der Betrachtungszeitraum variiert je nach geplanter Dauer des Investments.¹⁰⁷

Abb 7: Festhalten an fallenden Werten



Quelle: http://de.toonpool.com/cartoons/Den%20Aktien%20hinterher_54643 (14.2.2010)

¹⁰⁷ Vgl. Götte, 2006, S.12

3.2.3.2 Vermögensverwalter

Vermögensverwalter arbeiten mit Depots, mit einer Mindestgröße von ca. 100.000 Euro. Steuerliche Belange der Anleger können bspw. nur bei größeren Depots berücksichtigt werden. Etwa einmal im Jahr werden die Rahmenbedingungen mit den Kunden abgesprochen (Risiko, Zeithorizont, Cash Flow, ethische Belange wie z.B. Investments in Umwelttechnologie). Der Trend geht zu einer Auswahl an zentral gemanagten Musterportfolios.¹⁰⁸ Es kann also davon ausgegangen werden, dass dieser Anlegertyp besonnen und auf Basis breiter Informationen handelt.

3.2.3.3 Investmentgesellschaften

Die Mittel der Kunden werden in Fonds aus Wertpapieren, Beteiligungen oder Immobilien angelegt. Der Vorteil ist, dass damit selbst kleine Vermögen breit gestreut werden können. Anteile von Fonds können gegenüber einzelnen Papieren zu ihrem (historischen) Inventarwert aktiviert werden – es fallen also Abschreibungen nur an, wenn am Bilanzstichtag der gesamte Wert des Fonds unter diesen Ausgangswert fällt. Für Fonds sind zumeist vierteljährliche Anlageausschusssitzungen mit dem Investor und dem Management des Fonds üblich, die trotz aller Professionalität oft sehr emotional verlaufen. Die Performance als Erfolgsmaßzahl wird in Bezug auf einen Aktien- oder Rentenindex berechnet. Ein großes Problem ist der Zwang zu prozyklischen Investitionen: Da das Fondsvermögen durch Zukäufe von Kunden variiert, sind die Fondsmanager gezwungen, in Phasen der Hochkonjunktur zu hohen Kursen zuzukaufen – und umgekehrt in Rezessionsphasen zu niedrigen Kursen zu verkaufen.¹⁰⁹ So unterliegen also die Profis dem Verhalten ihrer unprofessionellen Kunden.

3.2.3.4 Versicherungen

Üblicherweise werden Versicherungsbeiträge in einen Kosten-, Risiko- und Sparanteil aufgespaltet. Je nach Versicherer bzw. staatlicher Regelung werden für diese Teile oder für die ganze Summe Zinssätze garantiert – eines der wichtigsten

¹⁰⁸ Vgl. Götte, 2006, S.13

¹⁰⁹ Vgl. Götte, 2006, S.15

Verkaufsargumente für eine Lebensversicherung. Sie unterliegen also einem Zwang zur hohen Verzinsungszusage, was eine spezifische Anlagepolitik zur Folge hat: Der größte Teil der Anlage besteht traditionell in inländischen Renten, Immobilien und Darlehen und weniger in risikoreichen Anlagen wie Aktien, Fremdwährungsanleihen und Derivaten, wobei dieser Teil jedoch zunimmt.¹¹⁰

3.2.3.5 Banken

Neben der Gewinnerzielung dienen die Geschäfte der Banken auch dem Bedürfnis nach Liquidität (was nicht immer gelingt, betrachtet man die Krise des Jahres 2009).

die meisten Eigenhandelsgeschäfte sind kurzfristig angelegt, bei Aktien und Devisen überwiegend in Form von *Intra-Day-Trading*, die Performance berechnet sich aus Verkaufswert abzüglich Einkaufswert. In den jährlichen Bilanzen werden alle Werte zum Niedrigstwert bilanziert. Kursgewinne schlagen sich nur nieder, wenn sie realisiert werden – Abschreibungen werden nur fällig, wenn am Bilanztag der Börsenwert unter den Anschaffungswert fällt. So sind Wertpapiere und Devisen eine wichtige Dispositionsmasse für die Steuergestaltung.¹¹¹ Man kann also annehmen, dass Einkaufsverhalten und Gebaren am Bilanztag einem möglichst niedrigen Steueraufkommen unterworfen sind.

¹¹⁰ Vgl. Götte, 2006, S.16f

¹¹¹ Vgl. Götte, S.18f

4 Fallstudien auf Basis psychologischer Anlegertypologien

Gemäß den Anlegertypen intuitiv, rational und emotional wurden drei Vertreter dieser Typologien, die sich selber im Zuge des Vorgesprächs als solche bezeichnet hatten, interviewt. Der zugrunde liegende Leitfaden wurde aufgrund der Forschungsfrage entworfen und soll vor allem der jeweiligen Einschätzung der subjektiv empfundenen Emotionen dienen.

4.1 Interview mit dem intuitiven Anleger E.L.

E.L. ist Arzt für Sport- und Ernährungsmedizin, studierter Gesundheitsökonom, Privatanleger, 40 Jahre, ledig und nach eigener Aussage intuitiver Anleger. Interviewdatum 29.02.2010.

1. *Welche Informationen verwenden Sie für ihre Anlageentscheidungen?*

Ich beobachte das internationale Geschehen – nicht nur das wirtschaftliche, auch gesellschaftliche, ökologische und politische Veränderungen. Von Tipps von Bekannten oder so genannten Experten halte ich nichts. Vor allem den Experten traue ich nicht. Die verkaufen oder empfehlen nur, womit sie selber das beste Geschäft machen.

2. *Glauben Sie, dass Sie bei diesen Entscheidungen auch von Emotionen geleitet sind?*

Ich würde sagen – das bewegt sich im Mittelfeld. Eine gesunde Kombination aus Ratio und Gefühl.

3. *Welche Gefühle haben Sie an sich bemerkt?*

Ein Bedürfnis nach Freiheit: Mit jedem Gewinn werde ich freier, das zu tun, wonach mir der Sinn steht. Gleichzeitig ist man relaxt.

4. *Wann sind die Emotionen stärker ausschlaggebend – und wann nicht?*

Wenn es bergauf geht, stärker. Bewegt sich der Titel bergab, schalte ich eher ab.

5. *Welche Determinanten spielen aus ihrer Sicht für die Ausprägung von Emotionen eine Rolle?*

	keine	mittel	groß
Größe der investierten Summe	x		
Zeitdruck	x		
benötigte Informationsmenge		x	
Tagesverfassung		x	
allgemeine Wirtschaftslage		x	
persönliche Anlageerfahrungen		x	
persönliche finanzielle Lage		x	
persönliche Anlageziele		x	
Erwartungen an den Markt		x	

6. *Wie gehen Sie selber mit ihren Emotionen in Bezug auf ihre Engagements um?*

Nicht bewusst – wie gesagt, ein gewisser Rückzug wenn's bergab geht – das hab ich aber noch nie in wirklich extremem Maße erlebt, dazu hab ich scheinbar zu gut investiert.

7. *Glauben Sie, dass Sie aufgrund von Emotionen schon Fehlentscheidungen getroffen haben?*

Nein – soweit hab ich mich im Griff.

8. *Wie sehr emotional handeln die anderen Börsenteilnehmer?*

	nicht	mittel	stark
private Anleger		x	
professionelle Anleger / Portfoliomanager			x

9. *Berücksichtigen Sie das emotionale Verhalten anderer Marktteilnehmer bei Ihren Entscheidungen?*

Ja – indem ich mich eher antizyklisch verhalte und mir meinen eigenen Reim aus den Medienberichten mache – und indem ich grundsätzlich den Fokus auf anderen Aspekten habe und sehr vorausschauend denke. Ich schau mir die wirklich interessanten Veränderungen an. Das zynische Gezocke an den Börsen – wie z.B. an der Nahrungsmittelbörse finde ich abscheulich, wenn Hungersnöte die Getreidepreise in die Höhe treiben und hunderttausende Dollars verdient werden. Diese Wettgeschäfte gehören weltweit verboten

10. *Was würden Sie anderen Anlegern raten?*

Gar nichts. Es soll jeder selber lernen und seine eigenen Erfahrungen sammeln. Man sieht ja, was dabei herauskommt, wenn alle das Gleiche machen.

4.2 Interview mit dem rationalen Anleger M.S.

M.S. ist ein professioneller Anleger, erfolgreicher Versicherungsmakler, 42 Jahre, männlich, ausgebildeter Versicherungskaufmann mit 25 Jahren Erfahrung. Nach eigener Angabe einer rationaler Anleger. Interviewdatum: 24.02.2010.

1. *Welche Informationen verwenden Sie für ihre Anlageentscheidungen?*

Auf jeden Fall keine intern von den Firmen erstellten Verkaufsunterlagen, das ist nur eine momentane Zeitaufnahme und sagt überhaupt nichts aus. Sicherheit steht bei mir an oberster Stelle! Mich interessiert eine staatliche Einlagengarantie. Ich beurteile genau die Veranlagungsform, schau mir alle Insolvenzen an. Ich investiere nur mehr wenig in Wertpapiere! Der Markt ist zu volatil. Das ist langfristig nicht mehr interessant.

2. *Glauben Sie, dass Sie bei diesen Entscheidungen auch von Emotionen geleitet sind?*

Nein, da bin ich total rational. Emotionen haben hier nichts verloren, da kann man keine gescheiterten Entscheidungen treffen. Vor allem nicht, wenn es um langfristige Erfolge geht.

3. *Welche haben Sie an sich bemerkt?*

Bei mir gibt es keine Bauchentscheidungen – nur welche mit Hirn! Sonst mach ich lieber gar nichts. Ich halte nichts mehr von den Tagesgeschäften. Das ist vor allem nichts für kleine Anleger. Die Kleinen sind nur die „Loser“, die müssen für die Gewinne der professionellen Anleger zahlen.

4. Wann sind die Emotionen stärker ausschlaggebend – und wann nicht?

Das ist für mich nicht relevant – früher, vor 2000, bei der New Economy, da haben IPOs bis zu 100% gleich nach dem Börsengang gemacht, da war es grundsätzlich interessant, aber leider alles immer viel zu überzeichnet – also, man ist nicht drangekommen. Letztlich also auch eine stressige und ärgerliche Geschichte.

5. Welche Determinanten spielen aus ihrer Sicht für die Ausprägung von Emotionen eine Rolle:

	keine	mittel	groß
Größe der investierten Summe		x	
Zeitdruck		x	
benötigte Informationsmenge	x		
Tagesverfassung		x	
allgemeine Wirtschaftslage	x		
persönliche Anlageerfahrungen		x	
persönliche finanzielle Lage			x
persönliche Anlageziele	x		
Erwartungen an den Markt	x		

6. Wie gehen Sie selber mit ihren Emotionen in Bezug auf ihre Engagements um?

Ich würde selber am besten keine größeren Summen investieren – vor allem keine Wertpapiere mehr, ich bin kein Spekulant, eher der Sicherheitsdecker, besser alles verteilen auf mehrere Lebensversicherungen.

7. Glauben Sie, dass Sie aufgrund von Emotionen schon Fehlentscheidungen getroffen haben?

Nein.

8. Wie sehr emotional handeln die anderen Börsenteilnehmer?

	nicht	mittel	stark
private Anleger			x
professionelle Anleger / Portfoliomanager			x

Anmerkung: Sie lassen sich alle von der Goldgräberstimmung anstecken!

9. Berücksichtigen Sie das emotionale Verhalten anderer Marktteilnehmer bei Ihren Entscheidungen?

Bisher noch nicht – ich bin das vom Typ nicht. Was am Freitag empfohlen wird, steigt sicher, weil dann die Massen drauf setzen, die Profis aber hauen sich raus.

10. Was würden Sie anderen Anlegern raten?

Außer *Vorsicht bei den Aktien* – keine Fonds! Fonds sind der letzte Schwachsinn – Fondsmanager können nicht reagieren, sind im Handeln eingeschränkt, es gibt zu strenge Regeln für die Fonds. Der ganze Markt geht nach unten und der Fondsmanager muss zuschauen. Es sollte kaufen, aber er darf nicht! Er ist total an bestimmten Werten interessiert, die darf er aber nicht kaufen.

Einzeltitle wenn dann nur ganz kurzfristig – und mit höchster Vorsicht. Der innere Wert muss höher sein, als das was an der Börse gehandelt wird. All jene, die total am Boden liegen kommen grundsätzlich in Frage.

Längerfristig, z.B. auf 10 Jahre empfehle ich festverzinsten Anlagen oder einen Einmalbetrag in eine Lebensversicherung, 4% KeSt (Kapitalertragssteuer)-frei, alles was höher verzinst ist, birgt auch mehr Risiko, also lieber die Finger weg davon.

4.3 Interview mit der emotionalen Anlegerin B.C.

B.C. ist eine Privatanlegerin, weiblich, 48 Jahre, geschieden, selbstständige Referentin und Supervisorin im Organisationsentwicklungsbereich, Studienabschluss Sozialwirtschaft. Nach eigener Einschätzung eine emotionale Anlegerin. Interviewdatum 26.02.2010.

1. *Welche Informationen verwenden Sie für ihre Anlageentscheidungen?*

Wenn etwas zu veranlagen habe, befrage in erster Linie Freunde und Bekannte, die sich viel mit diesen Themen beschäftigen. Ich kenne einige Portfolio Manager und hohe Mitarbeiter in Versicherungen. Ich mache das eher spontan und unsystematisch. Manchmal fällt mir in den Medien oder in Zeitungen – aber keine Fachzeitschriften – etwas auf, z.B. der sicher extrem niedrige Kurs der Vöest Alpine im letzten Jahr, der sicher weit unter dem Substanzwert des Unternehmens gelegen ist. Da hat es mich sicher gereizt, zuzuschlagen. Ich hab aber dann doch zu lange gewartet, später sind die Aktien gestiegen und es erschien mir nicht mehr so lukrativ.

2. *Glauben Sie, dass Sie bei diesen Entscheidungen auch von Emotionen geleitet sind?*

Ja – das muss ich zugeben. Vor allem, wenn es um die Auswahl der Anlage geht. Ich würde z.B. nie einem unsympathischen oder ethisch nicht korrekten Unternehmen, soweit man das beurteilen kann, Aktien abkaufen. Mir ist wichtig, dass ich möglichst gut abgesicherte Informationen über das korrekte Verhalten dieser Firma habe: Also z.B. keine Kinderarbeit in Bangladesch, Engagement für soziale Belange, vielleicht eine Tätigkeit im Bereich erneuerbarer Energien, keine politisch geprägte Postenbesetzungen oder sonstige unsaubere Querverbindungen, Parteienfinanzierung etc., solche Praktiken werden von mir nicht unterstützt.

3. *Welche Emotionen haben Sie an sich sonst noch bemerkt?*

Ich verdiene mein Geld in erster Linie mit meiner Dienstleistung – es interessiert mich nicht, mich täglich mit Börseninfos und Devisenkursen herumzuschlagen. Es geht mir also eher darum, einigermaßen sicher zu veranlagen und eher meine Ruhe zu haben. Trotzdem möchte ich eine bessere Performance als ein Eckzinssparbuch. Natürlich freu ich mich, wenn der Kurs steigt – ich würde sicher, wenn ich alles selber entscheiden würde, zu lange zuwarten mit dem Realisieren der Gewinne. Deswegen

hab ich meine Freunde – sozusagen als neutrales Korrektiv. Genauso wäre ich auch beim Abtreten von Verlustwerten sicher zu zögerlich. Ein altes Papier hab ich immer noch, das „grundelt“ schon seit Monaten, ich warte immer noch, dass es endlich wieder steigt, aber da kann ich wohl noch lange warten.

4. *Wann sind die Emotionen stärker ausschlaggebend – und wann nicht?*

Wenn es wirklich an die Substanz geht – ich selber versuche, risikoreichere Investments nur mit einer Art „Spielgeld“ zu machen, das darf nicht wirklich weh tun, wenn's weg ist, ist es weg. Deswegen kann ich mir immer noch meine Miete leisten und essen gehen, wenn ich Lust darauf habe. Wenn man gewinnt, freut man sich und leistet sich vielleicht den einen oder anderen Luxus, auf den man sonst verzichtet hätte.

5. *Welche Determinanten spielen aus ihrer Sicht für die Ausprägung von Emotionen eine Rolle:*

	keine	mittel	groß
Größe der investierten Summe			x
Zeitdruck		x	
benötigte Informationsmenge	x		
Tagesverfassung		x	
allgemeine Wirtschaftslage		x	
persönliche Anlageerfahrungen			x
persönliche finanzielle Lage			x
persönliche Anlageziele		x	
Erwartungen an den Markt			x

6. *Wie gehen Sie selber mit ihren Emotionen in Bezug auf ihre Engagements um?*

Wie gesagt, ich bin zwar ein emotionaler Mensch, aber ich versuche das zu kontrollieren, indem ich andere Leute beiziehe. Bei kleineren Beträgen ist es mir eher egal, da kann man auch mal spontan oder zum Spaß mal etwas riskieren.

7. *Glauben Sie, dass Sie aufgrund von Emotionen schon Fehlentscheidungen getroffen haben?*

Sicher! Aber wie gesagt, nicht mit großen Beträgen. Vielleicht eine Art Lehrgeld – wobei ich mir nicht sicher bin, ob ich dabei wirklich etwas gelernt habe.

8. *Wie sehr emotional handeln die anderen Börsenteilnehmer:*

	nicht	mittel	stark
private Anleger			x
professionelle Anleger / Portfolio Manager		x	

An der Interviewperson: Man braucht sich ja nur die Bilder von der New Yorker Börse ansehen, da sieht man ja, wie selbst Profis wie verrückt herumschreien.

9. *Berücksichtigen Sie das emotionale Verhalten anderer Marktteilnehmer bei Ihren Entscheidungen?*

Nein, ich selber nicht, hab mir noch keine Gedanken gemacht – aber vielleicht meine Berater, oder?

10. *Was würden Sie anderen Anlegern raten?*

Natürlich das gleiche, was ich tue: Sucht euch vertrauenswürdige Experten. Man muss nicht alles selber erfinden. Keine zu großen, schmerzhaften Beträge in risikoreiche Investments. Und natürlich, das Geld den richtigen Firmen zur Verfügung stellen, keine Gauner und Betrüger unterstützen – wie die „Meinl und Grasser-Gang“ zum Beispiel, die nur selber abzocken, während gutgläubige Kleinanleger ihr mühsam Erspartes verlieren.

5 Diskussion und Ausblick

5.1 Kritische Betrachtung der Behavioral Finance Theorie

So interdisziplinär die Wissenschaft ist – von der Wirtschaftswissenschaft bzw. empirischen und theoretischen Finanzmarktforschung, der Entscheidungstheorie, ganz zentral der Psychologie bis zur Soziologie, experimentellen Wirtschaftsfor-schung und Bankbetriebslehre – so unterschiedlich sind auch die Intentionen und Erklärungsansätze der Behavioral Finance Theorie. Für die junge Wissenschaft – so weit man schon von einer eigenen Wissenschaft sprechen kann – gibt es noch viele Felder zu bearbeiten, wenn sie auch auf die Forschungen renommierter Wissenschaftler aus den beschriebenen Disziplinen zurückgreifen kann – wie etwa auf die Theorie der kognitiven Dissonanz des Psychologen Leon Festinger oder die finanzwissenschaftlichen Theorien Richard Thalers.

Ein wichtiger Aspekt ist sicher auch der ungemein rasche gesellschaftliche Wandel, der immer wieder für neue Aspekte sorgt, die für die Theorie von Relevanz sein werden. Dazu gehört die fortschreitende Internationalisierung ebenso wie der Zugang bisher ferner Bevölkerungsgruppen zu den Finanzmärkten. Einen wesentlichen Einschnitt gab es sicherlich nach der großen Krise 2009 – wobei angenommen werden kann, dass sich viele professionelle Anleger die weit unter den Substanzwerten liegenden Kurse nach der Krise schon sehr rasch wieder zunutze machen konnten, während Millionen Kleinanleger immer noch geschockt ihre Verluste zu verdauen hatten.

So wird vielleicht auch gelingen, die Behavioral Finance diesem großen Kreis an Marktteilnehmern mittels guten, einfach anzuwendenden Methoden näher zu bringen, wie im folgenden Abschnitt beschrieben ist.

5.2 Bedeutung der Theorie für unterschiedliche Bezugsgruppen

Was passiert mit einem Finanzmarkt, bei dem alle Teilnehmer in voller Kenntnis der Behavioral Finance sind? Wer sind die Verlierer, wer die großen Gewinner? Eine Frage, die in diesem Rahmen nur ansatzweise beantworten lässt. Mit Sicherheit kann man davon ausgehen dass immer verschiedenen Bezugsgruppen

unterschiedlich profitieren werden – und jene, die sich eingehend mit den psychologischen Aspekten der Märkte auseinandersetzen einen großen Vorteil haben werden:

Privatanleger können sich vor größeren Verlusten schützen und ihre Chancen deutlich erhöhen. Sie können lernen, vor allem bei fallenden Kursen rechtzeitig loszulassen, das Marktgeschehen richtig zu deuten und mit Informationen besser umzugehen.

Professionelle Anleger können ihre Kenntnisse – die vielfach in den wirtschaftlichen und klassischen finanztheoretischen Gebieten liegen um den entscheidenden psychologischen Aspekt erweitern und damit die Performance ihrer Aktivität deutlich verbessern.

Für den gesamten Finanzmarkt könnte eine Ausbreitung der Behavioral Finance eine Beruhigung der starken Volatilität und vielleicht sogar eine Verringerung der Gefahren von Überhitzung, der Bildung von Blasen und unweigerlich folgender katastrophaler Abstürze sein. Verglichen mit einem Auto, das souverän gesteuert nicht ins Schleudern kommt und verunfallt, sondern zielstrebig auf der Straße bleibt, kann damit eventuell sogar globaler Schaden verhindert werden.

Aus individueller und sozialer Sicht kann jedes Individuum, das sich eingehend mit Financial Behavior befasst, auch für seine eigene Persönlichkeit daraus großen Nutzen ziehen. Dies beginnt im Erlernen eines professionellen Umganges mit eigenen Emotionen und führt hin zu einem besseren Verständnis der Emotionen der Mitmenschen – bis hin zur Empathie als einer Grundlage harmonischen menschlichen Miteinanders. Von einem fairen und moralisch korrektem Wettbewerb an den Börsen bis zum Miteinander im privaten Umfeld.

5.3 Kritische Betrachtung der Fallstudien

Ein Umfrage mit 3 Interviewpersonen kann nur eine Art Illustration der theoretischen Erkenntnisse bieten, sie kann nur anhand einiger plastischer Beispiele zeigen, welche individuellen Strategien unterschiedliche Persönlichkeiten bei ihren Finanztransaktionen anwenden – und vor allem, welche Überlegungen und Bewertungsmuster diesen Handlungen zugrunde liegen. Insgesamt zeigten die

Interviews aufgrund der beispielhaften Aussagen sehr verständlich die Unterschiede zwischen den beschriebenen Typologien von Anlegern auf. Sie spiegelten auch Teile der anderen in dieser Arbeit skizzierten theoretischen Grundlagen: Von der Motivtheorie („Bedürfnis nach Freiheit“) bis zur Fehleinschätzung des eigenen Verhaltens („bin total rational“), von der Massenpsychologie beim Mitgerissen werden bei euphorischen Stimmungen wie der New Economy bis zum Umgang mit Angst und Stress („nur kleine Summen, die nicht weh tun“). In Summe zeigten die Interviews, dass die Einschätzung der eigenen Emotionalität – außer bei der emotionalen Anlegerin – immer unter der tatsächlichen Emotionalität lag.

5.4 Zielerreichung der Arbeit

Die beiden Forschungsfragen

- *Welche Erkenntnisse gibt es für das Verhalten von Anlegern?*
- *Welchen Nutzen haben die unterschiedlichen Bezugsgruppen aus diesen Erkenntnissen?*

scheinen hinsichtlich der breit gestreuten Ergebnisse, so weit es im Rahmen der vorliegenden Arbeit möglich war, grundsätzlich gut geklärt. Die seit den 1990er Jahren erschienene Literatur gibt zweifellos in vielen Teilbereichen wesentlich genauere Einblicke, wie beispielsweise bei der Entscheidungstheorie oder der Wirtschaftspsychologie. Bei vielen Werken fehlt jedoch der Bezug zur praktischen Relevanz der Erkenntnisse. Dazu sollte diese Arbeit einen kleinen, aktuellen Beitrag leisten.

5.5 Ausblick

Wie erwähnt, befindet sich die Behavioral Finance Theorie noch in einem sehr frühen Entwicklungsstadium. Die zunehmende Erkenntnis von der praktischen Relevanz wird aber voraussichtlich zu einem deutlichen Zuwachs der einzelnen Forschungsrichtungen führen. Vor allem die große Krise des Jahres 2009 hat sicher vielfach Anstoß gegeben, sich verstärkt mit den psychologischen Aspekten des Marktes auseinander zu setzen. Die voraussichtlich folgende „Welle“ an neuen Publikationen

und Analysen wird wohl noch auf alle interessierten Finanzmarktteilnehmer zurollen. Schon jetzt kann gesagt werden, dass die enorme wirtschaftliche Relevanz der Behavioral Finance deren Bedeutung in den folgenden Jahren weiter steigern wird.

IV Literaturverzeichnis

Sachbücher

Beidinger, Ursula (1994): *Das Anlageverhalten von Frauen*. Diplomarbeit, Universität Graz.

Dörsam, Peter (1996): *Grundlagen der Entscheidungstheorie – anschaulich dargestellt*. Heidenau: PD Verlag.

Edelmann, Walter (2000): *Lernpsychologie*. Weinheim: Psychologie Verlags Union, Verlagsgruppe Beltz.

Götte, Rüdiger (2006): *Finanzgenie oder Bankrotteur – wie psychische Effekte an der Börse wirken*. Stuttgart: Ibidem Verlag.

Götzen, Thomas (2006): *Emotionen und Rationalität in Finanzmärkten*. Diplomarbeit, Universität Innsbruck.

Fenzl, Thomas (2009): *Die Massenpsychologie der Finanzmarktkrise - US-Immobilienblase, Subprime Desaster, Schulden-Bubble und ihre Auswirkungen*. Wien: Springer Verlag.

Hein, Joachim (2001): *Präferenzmessung von Anlegern – Verfahren der Entscheidungsunterstützung im Portfolio Management und in der Anlageberatung*. Dissertation, Universität Erlangen.

Höser, Hans (1998): *Kontextabhängige Präferenzen. Die Relativität von Präferenzurteilen und ihre Bedeutung für Kaufentscheidungen von Konsumenten*. Dissertation, Universität Augsburg.

Kielling, Hartmut (2001): *Börsenpsychologie und Behavioral Finance: Wahrnehmung und Verhalten am Aktienmarkt*. München: Verlag Helbig und Lichtenhahn.

Kirchler, Erich M. (2003): *Wirtschaftspsychologie. Grundlagen und Anwendungsfelder der Ökonomischen Psychologie*. Göttingen: Hogrefe Verlag.

Klein, Stefan (2004): *Alles Zufall. Die Kraft, die unser Leben bestimmt*. Reinbeck bei Hamburg: Rohwolt.

Kottke, Nils (2005): *Erkenntnisse der Behavioral Finance zur Optimierung von Anlageentscheidungen*. Diplomarbeit, Universität Innsbruck.

Krech, David; Crutchfield, Richard S. (1973): *Grundlagen der Psychologie, Band II. Deutschsprachige Bearbeitung von O.M. Ewert und H.W. Wendt*. Weinheim und Basel: Beltz Verlag.

Lefrancois, Guy R. (1972): *Psychologie des Lernens*. Übersetzt und bearbeitet von Leppmann, P.K.; Angermeier, W.F.; Thiekötter, Th.J. Heidelberg: Springer Verlag.

Legewie, Heiner; Ehlers, Wolfram (1992): *Knaurs moderne Psychologie*. München: Droemersch Verlagsanstalt Th. Knaur Nachfahren.

Rommelfanger, Heinrich; Eickemeier, Susanne (2002): *Entscheidungstheorie. Klassische Konzepte und Fuzzy Erweiterungen*. Berlin, Heidelberg: Springer Verlag.

Rothschild, Kurt W (2008): Apropos Keynesianer, in: Hagemann, H.; Horn G. / Krupp, H. (Hrsg.): *Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht – Festschrift für Jürgen Kromphardt*. Marburg: Metropolis.

Schriek, Raimund (2009): *Besser mit Behavioral Finance. Finanzpsychologie in Theorie und Praxis*. München. Finanzbuchverlag.

Schroeder-Wildberg, Uwe (1998): *Entscheidungs- und Lernverhalten an Wertpapiermärkten. Psychologische Aspekte von Börsenentscheidungen*. Dissertation, Universität Erlangen.

Schwarz, N.; Böhner, G. (1990): *Stimmungseinflüsse auf Denken und Entscheiden*. In: Maas, P.; Weibler, J. (Hg.): *Börse und Psychologie – Plädoyer für eine neue Perspektive*. Köln: Deutscher Instituts-Verlag, S. 162-189.

Voigt, Susanne (2004): *Behavioral Finance. Psychologische Erklärungsansätze für typisches Anlegerverhalten*. Diplomarbeit, Berufsakademie Berlin.

Internetquellen

Blechner, Notker (2003): *Alles nur eine Frage des Typs*. Online im Internet: http://boerse.ard.de/content.jsp?key=dokument_3881 (02.02.2010).

Breuer, Wolfgang (2010): *Einsatz von Erkenntnissen aus der Behavioral Finance im Finanzdienstleistungssektor*. Auf der Onlineplattform der Universität Aachen <http://www.bfw.rwth-aachen.de/kos/WNetz?art=File.show&id=1003> (19.02.2010)

Duden online: <http://www.duden.de/suche/index.php?suchwort=Behavioral+Finance&suchbereich=mixed&btnSearch.x=0&btnSearch.y=0> (13.02.2010).

Elsmark / J.P. Morgan Fleming (2001): *Mit Behavioral Finance dem Anlegerverhalten auf der Spur*. Online im Internet: <http://www.fondsweb.de/fondsnews/1476-Elsmark-JP-Morgan-Fleming-Mit-Behavioral-Finance-dem-Anlegerverhalten-auf-der-Spur> (21.02.2010).

Festinger, Leon (1959): A theory of cognitive dissonance. Online im Internet: 1959, <http://www.bakip-bhofen.salzburg.at/faecherberichte/meinungsprojekt5a05/Festinger-kogn.Dissonanz.pdf> (18.02.2010).

Gabler *Wirtschaftslexikon* online: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/homo-oeconomicus.html> (02.02.2010).

Goss, Markus (2006): *Was ist meine Marke wert?* Marketing Börse online [http://www.marketing-boerse.de/Fachartikel/details/Was-ist-\(m\)eine-Marke-wert](http://www.marketing-boerse.de/Fachartikel/details/Was-ist-(m)eine-Marke-wert) (22.02.2010)

Herle, Margit; König, Dorothea (2002): *Einstellungen*. Seminararbeit im Rahmen der Lehrveranstaltung Wirtschaftspsychologie am Institut für Psychologie der Universität Wien. Online im Internet <http://dk.akis.at/einstellungen.html#4.2> (11.02.2010)

Indetzky, Alfred (2010): *Wie viel Risiko darf es sein?* Kölnische Rundschau online, Finanzjournal. Online im Internet: <http://svoe.zgk.de/cms/weiter.do?val=/otc/fj-fonds/relArtikel/1066925898189.jsp&att=columnLeft&comp=artikel&tc=fj-fonds&ausgabe=kr> (17.02.2010).

Kohler, Thomas (2004): *Der Beitrag der Behavioral-Finance-Theorie zur Erklärung von Finanzanomalien*. Diplomarbeit, Universität Rostock. Online im Internet: <http://www.welcome-tourismus.de/wp-content/uploads/2008/08/diplom.pdf> (12.02.2010).

Kresta P.; Scherler P. (2003): *Die Marke als immaterieller Wert*.

Lohnen sich Namensänderungen für Firmen? Neue Züricher Zeitung vom 7.10.2003, Online im Internet www.benrox.ch/files/nzz_071003.pdf (22.02.2010).

Mattern, Konrad (2007): Nicht alles glauben! In der Online Ausgabe der Zeit <http://www.zeit.de/online/2007/08/boers-o-meter?page=all> (11.02.2010).

N.N. (2009): *Vorsicht Falle! Anlagefehler vermeiden*. Welt online, im Internet: http://www.welt.de/weltklasse/deutsche_bank/chancen_nutzen/article4766891/Vorsicht-Falle-Anlagefehler-vermeiden.html (03.02.2010).

Onlineplattform für Direktbanken im Vergleich: <http://www.modern-banking.at/tagesgeld.php> (16.02.2010).

Rasch B., Spalek K., Buholzer S., Luechinger R., Boesiger P., Papassotiropoulos A. & de Quervain D. (2009): *A genetic variation of the noradrenergic system is related to differential amygdala activation during encoding of emotional memories*. Online im Internet <http://arbeitsblaetter.stangl-taller.at/EMOTION/Angst.shtml> (15.02.2010)

Reiss, Steven (2010): *Die 16 Lebensmotive*. Online im Internet: <http://www.reiss-profil.at/www.reiss-profil.at/Die%2016%20Lebensmotive%20im%20Detail.pdf> (26.01.2010).

Schulz-Hardt, Stefan: *Anlegerverhalten. Vorlesung Wirtschaftspsychologie II*. Online im Internet http://www.psych.uni-goettingen.de/abt/5/lehre/downloads/ws0809/ws0809/wipsyll_090114.pdf

Schusser, Christian (2010): *Fehler der Anleger*. Online im Internet: <http://www.schusser.de/Fehler-der-Anleger/> (18.02.2010).

Simon, Holger: *Erkenntnisse der Behavioral Finance für die Anlageentscheidung*. Diplomarbeit, Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie Gießen Deutschland. Online im Internet: <http://www.diplom.de/katalog/arbeit/13399/print#bestellen> (12.02.2010).

Stangl, Werner (2009): *Angst*. Online im Internet <http://arbeitsblaetter.stangl-taller.at/EMOTION/Angst.shtml> (15.02.2010)

Weber M. (1999): *Behavioral Finance*. Schrift des Lehrstuhls für Bankbetriebslehre, Universität Mannheim. Online im Internet: http://www.behavioral-finance.de/files/behavioral-finance-group_band00.pdf (12.02.2010).

V Erklärung

Hiermit versichere ich, dass die vorliegende Arbeit von mir selbständig und ohne unerlaubte Hilfe angefertigt worden ist, insbesondere dass ich alle Stellen, die wörtlich oder annähernd wörtlich aus Veröffentlichungen entnommen sind, durch Zitate als solche gekennzeichnet habe. Weiterhin erkläre ich, dass die Arbeit in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen hat.

Wien, 15. Mai 2010

Irina Chaimowa